

推荐 (维持)

物业管理行业 2021 年中期投资策略:

关注成长快质量优的中型物管公司

2021 年 06 月 12 日

重点公司

重点公司	目标价(港元)	评级
永升生活服务	29.00	买入
宝龙商业	42.00	买入
融创服务	30.00	买入
碧桂园服务	92.00	买入
中海物业	8.60	买入
新城悦服务	36.00	买入

相关报告

《物业管理 2020 年度业绩综述: 战略无秘密, 成果看执行》
20210427

《行业空间大, 公司成长高》
20201105

《物管 2020H1 中报总结: 业务边界持续拓展, 业绩高速增长》
20200912

《规模红利, 聚焦“纯内需”》
20200420

《销售驱动成长, 业绩体现价值》
20190421

海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQI321

SAC: S0190520050002

联系人:

孙钟连

sunzhonglian@xyzq.com.cn

投资要点

- **物管板块资本市场关注度提升:** 2021 年以来, 物管板块的市场关注度不断提升。1) 港股通扩容, 占板块总市值 90% 以上: 内地资金通过港股通增持物管公司对估值有抬升作用。2) 恒生物业服务及管理指数推出: 物管板块有望获得更多 ETF 的被动配置。3) 2021Q2 是物管公司基石解禁的高峰期: 6 家物管公司于 Q2 陆续解禁基石, 为新的投资机构进场提供机会, 个股流动性有望提高。
- **商业运营: 厚积薄发, 优选龙头潜力股。** 目前港股轻资产商管属性公司仅宝龙商业、华润万象生活、合景悠活和星盛商业 4 家, 标的稀缺性强。地产开发商均积极培育商业地产能力, 未来更多轻资产属性商管公司有望分拆出来, 商管赛道有望发展成为新的独立板块。商管公司更看重本身的运营能力以及管理的资产的质量, 提前布局规模化发展的商管公司在地段、招商资源、运营经验、品牌影响力、数字化资产沉淀以及团队培养体系上具有先发优势。后续商管公司将利用积累的品牌、团队和经验开启轻资产输出的之路。从 2020 年购物中心的恢复情况来看, 重奢型和高端型定位的购物中心具备更强的抗风险能力。**建议关注运营能力持续改善的宝龙商业和资产质量最优的华润万象生活。**
- **物业管理: 协同房企资源, 多元化发展。** 从收入和利润的绝对值来看, 物管公司相对房企的收入和利润, 相当于九牛一毛; 从估值来看, 由于轻资产的业务属性和高成长的行业属性, 物管公司享有更高的估值。因此, 房企有充足的动力支持物管公司的发展。我们认为未来物管公司将和房企协同发展, 利用其政企资源扩大规模横向发展, 同时协同地产多元业务纵向发展, 向产业链上下游拓展业务类型。
- **对行业保持“谨慎乐观”的态度, 下半年关注优质中型物管公司投资机会。** 物管公司普遍制定了未来 3-5 年的高速扩张计划, 我们对此持谨慎乐观的态度, “谨慎”在于大家的业务模式比较一致, 发展战略也比较雷同, 未来必然面临激烈的市场竞争, 在市场情绪高涨的时候喊出的目标过于积极; “乐观”在于政策风向支持物业管理行业从最基础的物管业务向泛物业管理渗透, 龙头物管公司将继续凭借先发优势、规模和品牌优势以及资本市场带来的金融优势享受规模红利。3-5 年目标最终是否能够完成就要看各家的管理体系、激励制度以及执行力。截至 6 月 11 日, 港股物管板块平均估值对应 2021/2022 年 26.7/18.3XPE, 估值分化严重, 龙头物管公司充分享有估值溢价。从成长性、确定性和执行力来看, 我们认为碧桂园服务这样的龙头物管公司将继续享有估值溢价。同时市值在 1000 亿以下, 在管规模在 1 亿平米以上的优质中型物管公司也值得关注, 我们认为随着行业整合加速, 关连方为 TOP20 房企且土储丰富、自身股权激励力度大且管理层执行力强的中型物管公司也有望进入第一梯队。**行业首选永升生活服务、宝龙商业、融创服务、碧桂园服务、中海物业、新城悦服务, 建议关注华润万象生活、保利物业、时代邻里、金科服务、世茂服务。**

风险提示: 业务扩张和收购不及预期; 物业管理费提价受阻; 收缴率不及预期; 增值业务拓展不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Overweight

(Maintained)

Property Management

Analyst

Song Jian

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

Song Jingru

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQJ321

SAC: S0190520050002

Contact

Sun Zhonglian

sunzhonglian@xyzq.com.cn

Pick Medium-sized Property Management Companies with Fast Growth and High Quality

06/12/2021

Increasing interests in the property management sector of capital market: Since 2021, the market attention towards the property management sector has continued to rise. 1) HK-Stock-Connect property management companies accounts for more than 90% of the total market value of the sector. Mainland funds increase their holdings of property management companies through HK-Stock-Connect, which has an upward effect on valuation. 2) Launching the Hang Seng property services and management index: The property management sector is expected to receive more passive allocation from ETFs. 3) 2021Q2 is the peak period for the lifting of the ban on the cornerstone of property management companies. 6 property management companies have successively lifted the cornerstone of the ban in Q2, providing opportunities for new investment institutions to enter the market, and the liquidity is expected to increase.

Commercial property management: nourish for future flourish and picking leading potential stocks. There are 4 scarce light-asset commercial property management companies in HKEX, including Powerlong Commercial Management, CR Mixc Lifestyle, KWG Living and E-STAR Commercial. Real estate developers are actively cultivating commercial property management ability and more light-asset commercial property management companies are expected to be listed in the future. Commercial property management is likely to become an independent sector. Commercial property management company value operational capacity and fine asset quality under management. Commercial property management companies that deploy large-scale development in advance have first-mover advantages in location, operation experience, brand influence, digital asset precipitation, and team training system. The commercial property management company could begin the path of light asset output by leverage on brand awareness and team experiences. Judging from the business recovery perspective of shopping centers in 2020, luxury and high-end shopping centers have stronger risk resisting capabilities. Powerlong Commercial Management and CR Mixc Lifestyle are recommended to follow.

Property management: collaborating with real estate resources and diversify development. From the perspective of the revenue and profit, property management companies are incomparable to real estate companies. Yet, from the perspective of valuation, due to asset-light business attributes and high-growth industry attributes, property management companies have higher valuation. Therefore, real estate companies have sufficient motivation to nourish their relevant property management companies. We believe that in the future, property management companies will develop in coordination with real estate companies, use their government and corporate resources to expand scale, and coordinate the vertical development of diversified real estate businesses, and expand business to the upstream and downstream of the industrial chain.

Maintain a cautious and optimistic attitude towards the industry and focus on investment opportunities in high-quality medium-sized property management companies. Property management companies set high-speed expansion plans for the next 3-5 years. We are both cautious and optimistic towards these strategies. We are cautious because business models are similar, and strategies are alike. Fierce competitions would be inevitable in the future. Thus, goals, announced during the time of fervent market sentiment, are over-optimistic. We are optimistic because property management companies are penetrating from basic property management companies to general property management, leading property management companies would continue to have advantages of first-mover, scale and brand awareness and financial strength brought by the capital market. The fulfilment of these strategies depends on companies' management system, motivation system and execution power. Until June 11th, the average valuation of the property management sector in HKEX for 2021/2022 is 26.7/18.3XPE. We believe that leading property management companies such as Country Garden Services would continue to obtain premium valuations, while medium-size property management companies with growth potential and certainty should also be followed. We believe that as the industry integration accelerates, medium-sized property management companies with large and strong management executives that are related to the TOP20 real estate companies with abundant land reserves and equity incentives are also expected to enter the first echelon. **Top picks are Ever Sunshine Lifestyle Services, Powerlong Commercial Management, Sunac Service, Country Garden Service, China Overseas Property, and S Enjoy Service.** CR Mixc Lifestyle, Poly Property Services, Times Neighborhood, Jinke Services and Shimao Services are also recommended to follow.

Potential risks: 1) weaker-than-expected execution of scale expansion and M&A; 2) difficulty with increasing property management fee; 3) weaker-than-expected collection rate; 4) weaker-than-expected execution of VAS expansion.

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

目 录

1、商业运营：厚积薄发，优选龙头潜力股	- 5 -
1.1、市场格局分散，处于集中度提升的初期	- 5 -
1.2、厚积薄发，占据先发优势	- 5 -
1.3、投资策略：新兴赛道，优选龙头潜力股	- 9 -
2、物业管理：谨慎乐观，规模拓展仍是焦点	- 12 -
2.1、行业顶层政策支持，地方配套实施细节陆续出台	- 12 -
2.2、房企资源向物管企业倾斜，二者协同发展	- 13 -
2.3、行业加速整合，扩张策略同质化	- 15 -
2.4、投资策略：关注成长快质量优的中型物管公司投资机会	- 18 -
3、板块资本市场关注度提升	- 24 -
3.1、2021 年以来资本市场关注度进一步提升	- 24 -
3.2、估值分化，龙头物管公司充分反映估值溢价	- 26 -
4、风险提示	- 30 -

图 表 目 录

图 1、 中国购物中心运营服务总建筑面积	- 5 -
图 2、 2020A 主要商管公司在管面积	- 5 -
图 3、 商业运营服务的发展阶段	- 6 -
图 4、 2020A 地产公司土储	- 6 -
图 5、 2021E 地产公司购物中心开业计划	- 6 -
图 6、 2020A 主要商管公司招商资源库品牌数量	- 7 -
图 7、 2020A 主要商管公司平均出租率	- 7 -
图 8、 2020A 主要商管公司累计第三方项目开业数量	- 9 -
图 9、 2020A 主要商管公司第三方项目新拓展数量	- 9 -
图 10、 2020A 华润万象生活商场恢复情况	- 10 -
图 11、 2020A 龙湖集团商场销售额恢复情况	- 10 -
图 12、 2020A 宝龙商业商场恢复情况	- 10 -
图 13、 2020 星盛商业商场整体销售额较 2019 的恢复	- 10 -
图 14、 重点物管公司与关连地产公司市值（截至 20210611）	- 13 -
图 15、 2020A 重点物管公司与关连地产公司净利润	- 13 -
图 16、 物业服务产业链条	- 15 -
图 17、 永升生活服务分部毛利率	- 19 -
图 18、 永升生活服务毛利占比	- 19 -
图 19、 永升生活服务在管及合约面积	- 19 -
图 20、 2020A 永升生活服务新增合约面积来源	- 19 -
图 21、 融创服务在管面积与合约面积	- 20 -
图 22、 2020A 融创服务新增合约面积来源分布	- 20 -
图 23、 碧桂园服务在管及合约面积	- 21 -
图 24、 2020A 碧桂园服务新增合约面积来源	- 21 -
图 25、 中海物业新增外拓面积	- 22 -
图 26、 中海物业在管面积	- 22 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 27、	新城悦服务分部毛利率	22 -
图 28、	新城悦服务毛利占比	22 -
图 29、	在管面积与合约面积	23 -
图 30、	2020A 新增合约面积来源	23 -
图 31、	2016-2020 年上市物管公司数量	24 -
图 32、	港股物管和房地产板块市值和占比	24 -
图 33、	碧桂园服务 PE-Band	27 -
图 34、	雅生活服务 PE-Band	27 -
图 35、	保利物业 PE-Band	28 -
图 36、	中海物业 PE-Band	28 -
图 37、	绿城服务 PE-Band	28 -
图 38、	金科服务 PE-Band	28 -
图 39、	新城悦服务 PE-Band	28 -
图 40、	世茂服务 PE-Band	28 -
图 41、	华润万象生活 PE-Band	29 -
图 42、	宝龙商业 PE-Band	29 -
表 1、	各商管公司产品线及定位	7 -
表 2、	各商管公司会员情况及规划	8 -
表 3、	主要商管公司人才培养方式和股权激励	8 -
表 4、	商管属性公司 2020A 业绩一览	9 -
表 5、	宝龙商业深耕南京	11 -
表 6、	行业政策	12 -
表 7、	房企整合背景下的物管收并购	14 -
表 8、	2020A 城市服务项目拓展情况	14 -
表 9、	主要物管公司的发展计划	15 -
表 10、	主要物管公司的股权激励制度	16 -
表 11、	物管公司 2021 年新增规模情况	17 -
表 12、	2021 年主要物管公司收购情况（截至 2021.04.16）	17 -
表 13、	主要物管公司在管规模及关连方土储（截至 2021.06.11）	18 -
表 14、	还未上市的大型物管公司	24 -
表 15、	恒生物业服务及管理指数成分股（截至 2021.06.11）	25 -
表 16、	港股通持股情况（截至 2021.06.11）	26 -
表 17、	近期解禁公司基石投资者情况（2021.06.11）	26 -
表 18、	物管板块估值表（截至 2021.06.11）	27 -
表 19、	重点公司盈利预测与估值表（截至 2021.06.11）	29 -

1、商业运营：厚积薄发，优选龙头潜力股

1.1、市场格局分散，处于集中度提升的初期

商管赛道市场空间大且集中度低：受益于城镇化和消费升级的需求，购物中心供给将持续增长。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年中国购物中心运营服务总建筑面积为 5.7 亿平米，预计 2025 年将达到 8.3 亿平米，2020~2025 年 CAGR 为 7.9%。根据弗若斯特沙利文的数据，按商业运营总建面计算，2020 年前 5 大商业运营服务商仅占市场份额的 12.7%，市场格局较为分散。

图1、中国购物中心运营服务总建筑面积

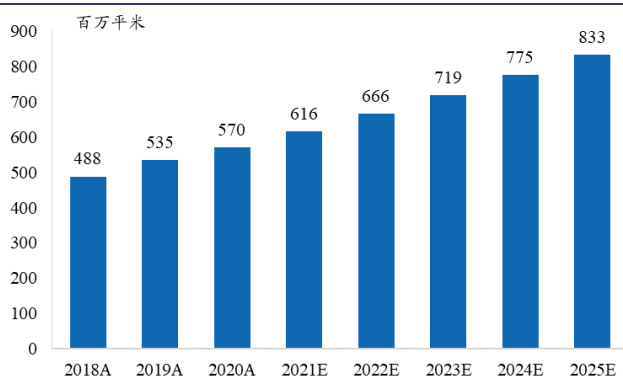
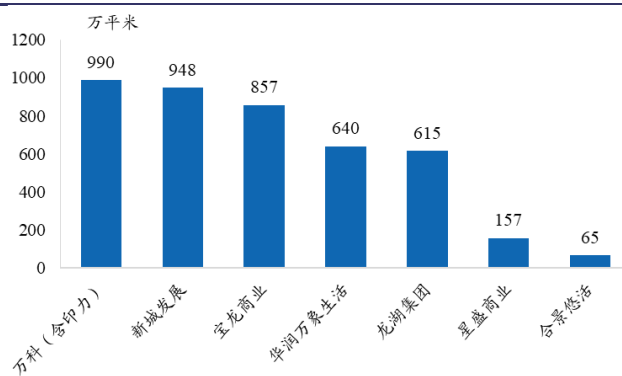


图2、2020A 主要商管公司在管面积



资料来源：弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

未来几年是商管赛道集中度提升的重要机遇期。从地产开发商的角度来看，1) 对于存量商业物业，在住宅物业利润率下降的行业趋势下，对商业物业回报率要求提高，开发商需要引进更专业的商业运营团队，从过去的粗放式发展走向精细化运营，以实现商业资产的保值增值。**2) 在拿地阶段，**相较于招拍挂市场的高溢价率，“商业+住宅”的勾地方式令开发商能够以较低成本拿到核心地块，缺乏商业能力的开发商需要有专业的商业运营团队协助前期规划、设计以及后期运营。**从地方政府需求的角度来看，**随着城市的外溢发展和居民消费升级的需求发展，城市对配套商业需求增加，因此地方城投平台对商业投资的增加也将带来轻资产商业运营服务增量需求。

1.2、厚积薄发，占据先发优势

商业运营的本质是为商业资产提供保值增值的服务，为商场提供从设计与施工、商场定位、租户招揽到日常运营管理等全方位咨询与运营服务，以提升商场出租率和客流量，进而提升销售额，为业主获取更多租金。商业运营服务提供商从中获取抽成或管理费，这是一种轻资产的运营模式，具有门槛高、弹性大、先发优势突出的业务特点。

图3、商业运营服务的发展阶段

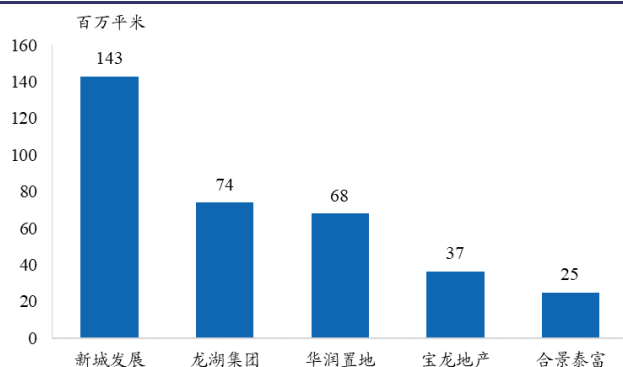


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 先发优势之一：前期背靠地产开发商，提前占据优质核心地段

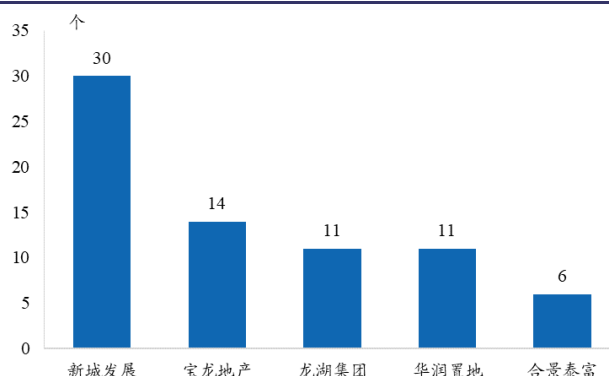
由于一二线城市的核心地段具有稀缺性，提前布局商业地产领域的开发商既占据了城市核心地段，也培育出开发大型城市综合体的能力，自带商业流量，未来商管公司将协同关联地产公司进入收获期。目前在商业地产领域有较多布局的港股上市开发商包括华润置地、宝龙地产、龙湖集团、新城发展、合景泰富等。2021年，新城发展、宝龙地产、龙湖集团、华润置地和合景泰富分别计划新开业 30、14、11、11 和 6 个购物中心，购物中心开业提速。

图4、2020A 地产公司土储



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、2021E 地产公司购物中心开业计划



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

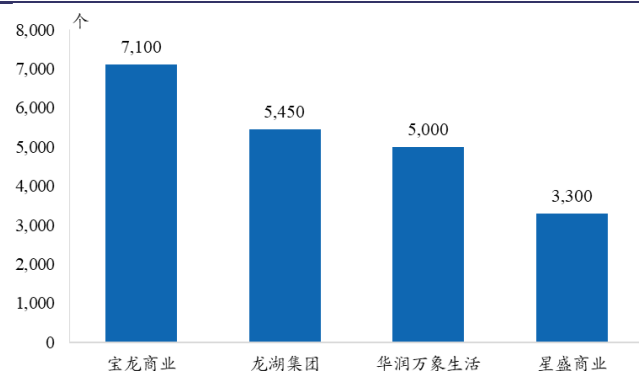
● 先发优势之二：沉淀招商资源和运营经验

商业运营需要基于目标客群多样且不断变化的消费需求对场内品牌和业态进行调整组合，达到稳定出租率、提高销售额的运营效果。因此，业态及品牌的组合需要做到“大众化+个性化”、“连锁+本土”、“零售+配套”等多种搭配，对于商业运营团队的招商品牌库的丰富度和研策、运营经验提出较高要求。宝龙商业、龙湖集团、华润万象生活和星盛商业在商业运营领域均有十年以上的经验，通过规模扩张和运营表现获得了招商话语权，合作的招商品牌库资源分别达 7100、5450、5000 及 3300 个，为场内品牌组合提供丰富的选择。即使在 2020 年公共卫生事件影响下，依然维持较低的掉铺率，除宝龙商业受部分北方商场影响，其余平均出租率均在 90% 以上。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

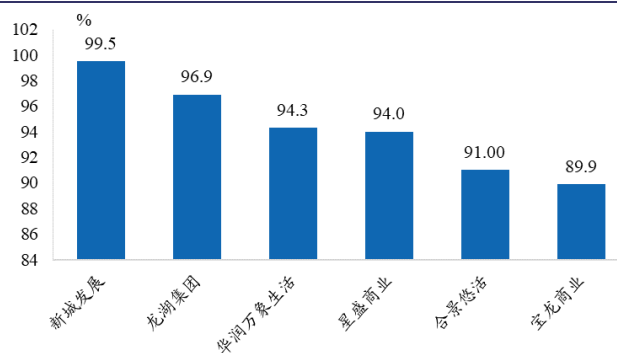
- 6 -

图6、2020A 主要商管公司招商资源库品牌数量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、2020A 主要商管公司平均出租率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 先发优势之三：丰富的产品线 and 品牌影响力

经过多年沉淀，优质商管公司均打磨出和自身资源能力适配的产品线。如华润万象生活聚焦高端服务，凭借万象城系列产品沉淀下的“奢侈品牌”的招商运营能力筑起较高的护城河，万象汇系列产品相对其他商业运营服务商的品质型购物中心也级次略高。宝龙商业、星盛商业则具备从社区商业到高端购物中心的全线产品，产品可下沉至县级市，形成差异化发展。龙湖集团、新城发展则在快速扩张的基础上，培育出标准化产品快速复制的能力。

在打磨产品线的过程中，商管公司均建立起各自的品牌影响力，为轻资产输出奠定基础，且可以向第三方业主收取商管品牌使用费。如万象汇品牌使用费约200~300万/年，宝龙广场品牌使用费约100万/年，星盛系列品牌使用费约100~200万/年。

表1、各商管公司产品线及定位

公司	产品	产品定位	城市能级	区域布局
华润万象生活	万象城	重奢型/轻奢型（有升级为重奢空间）	一二线城市为主，一线城市“多城多汇”，二线城市“一城多汇”	全国化布局
	万象汇	高端品质型购物中心		
宝龙商业	宝龙一城	高端品质型购物中心	一二线城市	聚焦长三角，深耕大湾区，机会性进入重点城市
	宝龙城	中高端品质型购物中心	一二线城市	
	宝龙广场	社区型、区域型中端购物中心	从一线到四线城市，具备下沉到县级市能力	
	宝龙天地	商业街	浙江省内二三四线城市	
	宝龙星汇	主题街区、社区商业		
星盛商业	Coco Park	城市型购物中心	一二线和强三线城市，具备下沉到县级市能力	深耕大湾区、发展长三角、开辟大西南
	Coco City/iCO	区域型购物中心		
	Coco Garden	社区型购物中心		
	第三空间	高端家居购物中心		
合景悠活	悠方	中端品质型购物中心，定位中产家庭的购物及休闲场所	一二线核心城市	全国化布局
	魔方	中端品质型购物中心，定位年轻、潮流、时尚		
龙湖集团（尚未分拆）	天街	中高端品质型购物中心，定位年轻、潮流、时尚	一二线城市	全国化布局，长三角、西南、环渤海区域为主
	星悦荟	社区型购物中心，定位中产家庭生活及消费		
	家悦荟	中高端家居生活购物中心		
新城发展（尚未分拆）	吾悦广场	标准综合体项目，中端品质型购物中心	三四线城市核心地段为主	全国化布局

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

● 先发优势之三：沉淀商业数字化资产，强化平台资源作用

数据资产是商业运营过程中提高效率、精准营销、调整品牌组合的重要辅助。由于大部分优质商管公司背靠具备综合体开发能力的地产开发商，天然拥有写字楼、住宅、公寓等客户资源，有望在集团主导下打通多层次会员体系，形成平台生态圈资源。

在具备一定厚度的数据资源基础上，沉淀和运用数字化资产则需要后台技术的支持。因此，商管公司通过“内部设立数据运营中心+外部合作互联网公司”的方式，打造自己的数字化资产平台，用于提高运营效率和消费者粘性，有望形成护城河。

表2、各商管公司会员情况及规划

公司	会员数量 (百万人)	会员平台	规划
宝龙商业	3.8	宝龙悠悠	合作腾讯，完善宝龙商+、宝龙悠悠；共同投资“上海悦商”，持续升级PMS及AMP系统，打造智慧商业平台
华润万象生活	13.4	一点万象	打通“一点万象”、“悦家”、“easy office”会员体系
星盛商业	3	COCO GO	升级内部数据运营中心，2021年底上线2.0版本，合作阿里巴巴
合景悠活	NA	一合	进一步打通写字楼、住宅、购物中心会员体系
龙湖集团	NA	天街 CLUB	利用“珑珠”，打通写字楼、住宅、公寓、购物中心会员体系
新城发展	10	吾悦广场会员体系	打造智能广场大数据体系，打通新城控股、新城悦、吾悦广场3个板块的数据

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 先发优势之四：成熟的人才培养体系和股权激励机制

项目经理的培养是运营能力可复制的关键。项目总经理综合能力要求高、培养时间长且流动性较大。随着商管公司进入市场集中度提升、规模化发展的快车道，也提前通过内部培养体系储备了相应的人才梯队，覆盖从项目总经理级别到各业务专业条线负责人。

在激励机制上，已实现港股上市的3家商管公司均有股权激励，激励力度大、覆盖范围广且限制期均在3年及以上，推动管理层和核心业务人员关注业务的长期可持续增长。

表3、主要商管公司人才培养方式和股权激励

公司	商业运营人才培养计划	股权激励
宝龙商业	潜龙计划 应属管培生，7年可达项目总经理层级	设立管理层持股平台汇鸿管理，持股6.99%；同时授予陈德力（CEO）个人股份奖励（3~5年锁定期），约占3.49%
	飞龙计划 中级管理人员	
	臻龙计划 高级管理层	
华润万象生活	万象将才 项目总储备班	IPO时员工（3年锁定期）和管理层（“3+1+1”年锁定期）可优先认购，覆盖200多人
	英才班 业务负责人储备班	
	优才班 各专业条线小组长	
星盛商业	一个项目总带“1个项目副总+1个项目总助理”，这两位是未来的项目总候选人	执行董事黄德林代持14.7%用于股权激励

资料来源：公司公告，公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

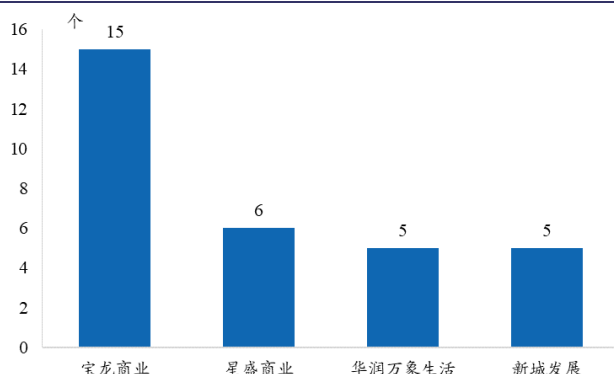
基于先发优势，优质商管公司第三方拓展成果显著：商管公司在积累了招商资源、运营能力和品牌口碑的基础上，开始向缺乏商业运营能力的独立第三方输出运营

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 8 -

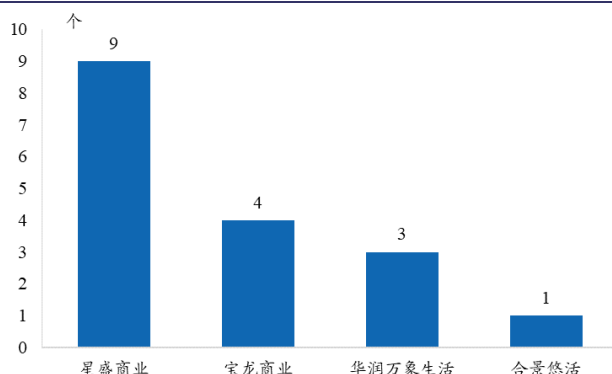
管理能力，加速拓展管理规模。2020 年，星盛商业、宝龙商业和华润万象生活第三方拓展项目数量分别为 9 个、4 个和 3 个。

图8、2020A 主要商管公司累计第三方项目开业数量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、2020A 主要商管公司第三方项目新拓展数量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、投资策略：新兴赛道，优选龙头潜力股

轻资产商管属性标的稀缺性强：目前港股轻资产商管属性公司仅宝龙商业、华润万象生活、合景悠活和星盛商业 4 家，标的稀缺性强。中骏商管和万达商管有望年内港股上市，龙湖集团、新城发展旗下商管业务也有望分拆，商管领域有望在未来几年持续扩容，形成新的独立板块。商管公司更看重本身的运营能力以及管理的资产的质量。前期商管的运营依赖关联地产公司提供的项目，后续商管公司将利用积累的品牌、团队和经验开启轻资产输出的之路。从 2020 年购物中心的恢复情况来看，重奢型和高端型定位的购物中心具备更强的抗风险能力。**建议关注运营能力持续改善的宝龙商业和资产质量最优的华润万象生活。**

表4、商管属性公司 2020A 业绩一览

公司	主营业务	关联方	2020A 营收 (亿元)	2020A 净利润 (亿元)	2020A 净利润率 (%)
宝龙商业	购物中心商业运营+住宅物业管理	宝龙地产	19.21	3.23	16.8
星盛商业	购物中心商业运营	星河控股	4.42	1.43	32.2
华润万象生活	购物中心/写字楼商业运营+多业态物业管理	华润置地	67.79	8.16	12.0
合景悠活	购物中心/写字楼商业运营+多业态物业管理	合景泰富	15.17	3.50	23.1

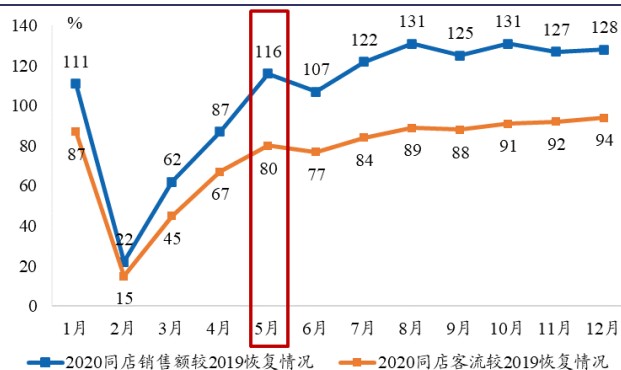
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 华润万象生活（未评级）：资产质量优，重奢筑建护城河

磨刀不误砍柴功：华润万象生活自 2020 年底开始商管轻资产输出的规模化拓展，起步虽晚，成果显著。截至 2021M4，华润万象生活已新签约 6 个第三方项目，完成全年拓展目标的 60%。

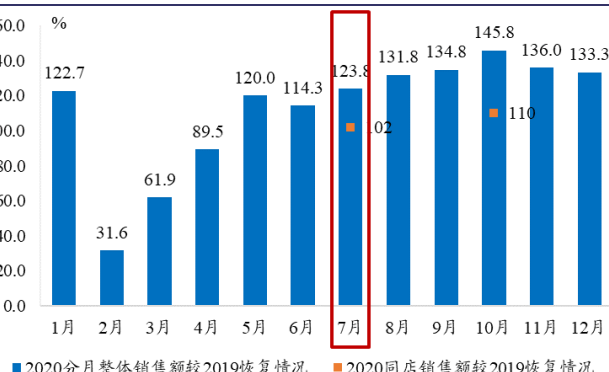
重奢筑建护城河：从招商来看，奢侈品牌对购物中心建造标准、周边品牌级次要要求高，且筹备开业需 2~3 年时间，具备较高的招商门槛。从销售额表现来看，重奢及高端定位的购物中心体现出更强的抗风险能力。华润万象生活受益于奢侈品消费回流国内，2020 年 5 月起全面恢复。龙湖集团、宝龙商业及星盛商业分别于 2020 年的 7 月、9 月和 10 月恢复至同期水平。

图10、2020A 华润万象生活商场恢复情况



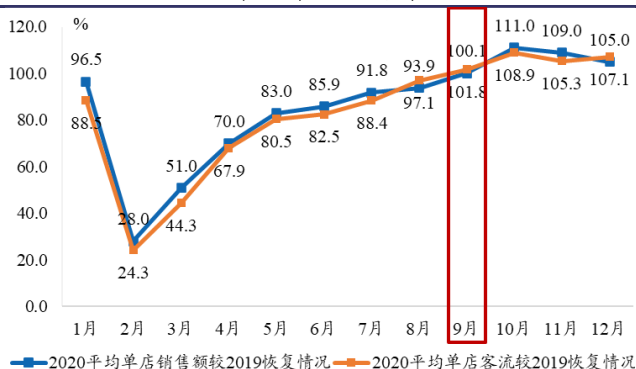
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、2020A 龙湖集团商场销售额恢复情况



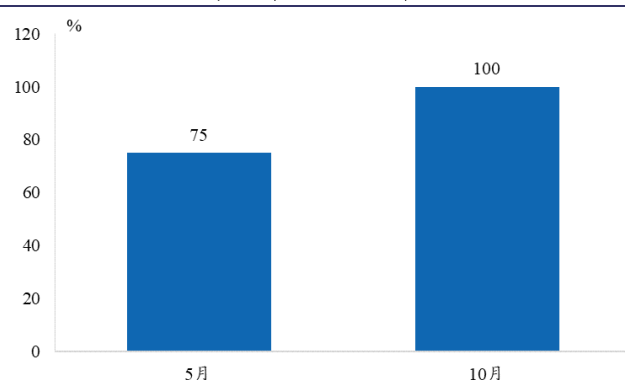
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2020A 宝龙商业商场恢复情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、2020 星盛商业商场整体销售额较 2019 的恢复



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

我们的观点：华润万象是中国领先的物业管理及商业运营服务提供商。我们认为公司有两大竞争优势，一是优秀的商业运营能力，经过多年的发展，积累了丰富的经营管理经验、商户资源网络以及对消费者习惯的理解，二是管理了中国最顶级的商业资产之一，通过有效的运营管理，使商业资产保值增值，并从中直接获益，业绩弹性更大。

风险提示：宏观经济增长放缓；商场出租率及租金收入不及预期；商场开业进展不及预期；物业管理收缴率不及预期。

● 宝龙商业：运营持续改善，未来的长三角龙头

商业运营管理能力不断提升和改善：公司在规模快速扩张的同时，通过多种方式提升改善运营能力：1) 通过引入高科技的手段，如跟腾讯合作打造智慧商业；2) 重点突破低效项目，如成立经营龙之队特训营，通过我们对青岛等地项目的考察，公司进步明显；3) 区域聚焦，提升区域内品牌知名度和曝光度，提升招商、运营、营销的效率。

区域聚焦，轻重并举加速开业：公司于2019年12月在南京开业第一个宝龙广场，目前已经布局7个项目，且均为地铁上盖项目，合计GFA达到57万平方米。单城市多项目的布局，有利于公司品牌的塑造，辐射周边潜在第三方项目；也有利于单城市内共享招商资源和人力资源，增强规模效应，提升管理效率。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 10 -

表5、宝龙商业深耕南京

NO.	项目名称	定位	GFA (万平米)	其他
1	南京高淳宝龙广场	慢城生活新乐园	6	已于2019年12月开业,高淳首个一站式潮流家庭生活中心,毗邻地铁S9号线高淳站。
5	南京江宁宝龙广场	家庭生活风尚聚场	7	紧邻地铁8号线芝嘉路站,周边规划多条公交线路,交通便利,目前区域内常住人口约40万人,高新产业办公人群众多。
3	南京六合宝龙广场	潮趣生活中心	8	项目位于六合区雄州板块核心区域,S8号线和14号线的双地铁上盖优质项目。
2	南京经开宝龙广场	新港美好生活欢聚地	8	是6号线、8号线双地铁上盖的优质项目,位于南京经开区的核心板块。
4	南京栖霞宝龙广场	时尚潮流新体验	11	项目紧邻规划中的14号线仙隐北路站。目辐射周边70万人口,临近南京最大的大学聚集地——仙林大学城,已有13所高校入驻,在校师生已突破20万余人。
6	南京玄武宝龙城	品质生活体验式美学空间	8	地处新玄武中心,是规划中的6号线及9号线丹霞路站双地铁上盖项目,交通便利。周边仅居住人群已达到60万。
7	南京江北宝龙城	奇趣生活新秀场	9	江北宝龙城位于江北新区核心商圈,项目与地铁13号线及10号线无缝衔接,通达全城。
合计			57	

资料来源:公司资料,兴业证券经济与金融研究院整理

我们的观点: 公司携手腾讯共拓智慧商业,进一步提升宝龙商业的商业运营管理能力。公司项目拓展稳步推进,2021年已经新增7个项目。我们预计公司2021/2022/2023年EPS分别为0.75/1.05/1.47人民币元,目标价42.00港元对应PE为49/35/25倍,维持“买入”评级。

风险提示: 商场出租率及租金收入不及预期;商场开业进展不及预期;轻资产业务推进不及预期;物业管理收缴率不及预期。

2、物业管理：谨慎乐观，规模拓展仍是焦点

2.1、行业顶层政策支持，地方配套实施细则陆续出台

自 2020 年末国家住建部等 10 部委发布《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》后，四川省、南京市、北京市及上海市地方政府陆续出台物管新政，在细则上落实中央的政策导向，从中央到地方已经达成支持和鼓励物业服务发展的共识。2021 年 5 月 28 日国家商务部等 12 部门发布的《关于推进城市一刻钟便民生活圈建设的意见》中也明确提出鼓励有条件的物业服务企业向养老、托育、家政、邮政快递、前置仓等领域延伸，推动“物业服务+生活服务”，并明确提出在金融、税费上给予优惠支持。

我们认为政策端主要是四个导向，包括 1) 物管费定价市场化；2) 城市运营服务市场化；3) 加强线上线下融合，建设智慧社区；4) 物管公司参与提供生活服务。在政策导向明确的前提下，从政策传导到实际业务中还需要一定的时间，但龙头物管公司在后续的业务开展中将加速对外拓展，促进行业的进一步整合，物管费的调整将更加市场化。可以预见其他省市的政策也将会根据各地的具体情况而出台，对物管板块形成强力支撑。

表6、行业政策

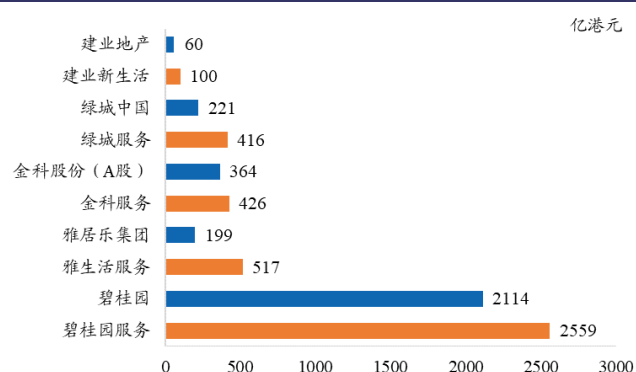
政府部门	发布时间	文件/会议	政策
国家发改委等 14 部门	2020/10/29	《近期扩内需促消费的工作方案》	推动物业服务线上线下融合发展，搭建智慧物业平台，推动物业服务企业对接各类商业服务，构建线上线下生活服务圈，满足居民多样化生活服务需求。
国家住建部等 10 部委	2020/12/30	《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》	1) 将物业服务企业融入基层社会治理体系；2) 健全业主委员会治理结构；3) 提升物业管理服务水平；4) 推动发展生活服务业；5) 规范维修金使用和管理；6) 强化物业服务监督管理。
四川省住建厅等 13 部门	2020/12/25	《关于加快物业服务转型升级发展助推城市基层治理能力提升的指导意见》	提出大力推进物业服务转型升级、提升服务能力助推社区基层治理、夯实物业服务发展基础以及强化保障增强产业发展动力等政策细则。
全国人大	2021/3/12	《十四五规划纲要》	1) 加快生活性服务业品质化发展；2) 提高城市治理水平，推动资源、管理、服务向街道社区下沉，提高城乡社区精准化、精细化服务管理能力；3) 推动智慧社区建设等。
南京市发改委、房产局	2021/3/12	《关于贯彻〈江苏省物业服务收费管理办法〉的实施意见》	最高标从 1.9 元/㎡/月调整至 2.6 元/㎡/月，物业服务企业列出超出服务等级内的服务项目和具体内容时，可上浮最高不超过 20%。
北京市住建委	2021/3/18	《北京市物业管理委员会组建办法》	首次明确了物管会的“五步走”组建流程，同时以列举的方式明确了物管会的具体职责。
上海市房管局	2021/4/23	《上海市房屋管理局 2020 年工作总结和 2021 年工作计划》	推进形成“按质论价、质价相符、优质优价”的市场价格机制，试点推进 500 个小区物业服务费调整，全面推行物业服务合同网签制度。
国家商务部等 12 部门	2021/5/28	《关于推进城市一刻钟便民生活圈建设的意见》	明确提出鼓励有条件的物业服务企业向养老、托育、家政、邮政快递、前置仓等领域延伸，推动“物业服务+生活服务”，提升消费便利化、品质化水平。

资料来源：政府公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、房企资源向物管企业倾斜，二者协同发展

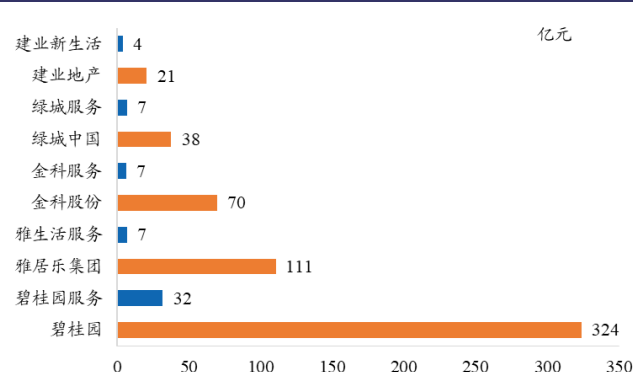
从收入和利润的绝对值来看，物管公司的收入和利润相对房企，相当于九牛一毛。从估值来看，由于轻资产的业务属性和高成长的行业属性，物管公司享有更高的估值。碧桂园服务、雅生活服务、建业新生活、金科服务及绿城服务 5 家物管公司的市值目前已经超过关连地产公司。因此，房企有充足的动力支持物管公司的发展。物管公司的长期稳定发展也离不开房企在人才、政企资源、多元业务等方面的支持。**融创服务和金科服务**为了和地产实现更好的协同，甚至将部分股权激励授予地产区域负责人，以充分调动地产管理层的积极性，获取更多的政企资源。

图14、重点物管公司与关连地产公司市值（截至20210611）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、2020A 重点物管公司与关连地产公司净利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

房企为物管公司输送经验丰富的职业经理人。从物管公司的高管构成来看，除了起家于物业的高管，也有一部分来自开发企业。比如中海物业的 CEO 杨鸥、新城悦服务的 CEO 戚小明、永升生活服务的 CEO 林中、世茂服务的 CEO 叶明杰等均来自关连地产公司，具有多年的房地产开发及物业管理行业经验，为物管公司提供有力的人才支持和战略指导。

房企整合有望为物管公司带来收并购。三道红线将加速地产行业整合，背靠龙头房企物管公司有望优先受益。三道红线压力下，房企融资难度加大，一方面房企通过加速供货、销售去化和回款加快现金流入，另一方面，中小房企通过引入合作方，转让股权的方式控制风险。头部房企因财务实力雄厚、盈利能力更加稳定、收并购经验丰富，将获得更多收并购机会和优质项目合作机会。背靠龙头房企的物管公司也有望在房企整合过程中，获得收购中小房企旗下物管公司的机会，永升生活服务、世茂服务和融创服务等公司都发生过此类收购案例。

表7、房企整合背景下的物管收并购

物管公司	被收购标的	权益 (%)	对价 (百万元)	PE	地产整合背景
永升生活服务	青岛银盛泰物业	50	8.64	2019 年 4.72X	旭辉控股收购银盛泰集团 50% 股权，以共同开发房地产项目
世茂服务	福晟生活服务	51	以零现金代价，假设承担负债净额 93.3 百万元，相当于 2019 年 17.88X		世茂集团与福晟集团达成战略合作
	广州粤泰物业	100	110	2019 年 10.56X	世茂集团以 63.97 亿元获得粤泰股份旗下 5 个项目
越秀物业	广州地铁物业	67	281.74	2020 年 17X	广州地铁为越秀地产第二大股东
奥园健康	乐生活智慧服务	80	247.9	2019 年 12.9X	中国奥园以 11.6 亿元收购京汉实业投资集团约 29.99% 的股份
融创服务	广西彰泰物业	80	730	2020 年 10.95X	融创中国以 99.1 亿元入股 80% 和广西彰泰集团成立合资公司，获得 54 个房地产项目和 3 个代建项目

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

依托房企的政府资源，物管公司布局城市运营服务。2021 年十部委发文中提出“推动城市管理下沉”，城市服务领域的市场空间有望进一步打开。央企背景的保利物业、中海物业和华润万象生活，在城市服务领域具备先天优势，可以通过挖掘体系内资源或者集团和地方政府的多方位合作获取项目资源。碧桂园服务、雅生活服务、时代邻里等民企通过收并购有相应资质的中小型公司，补足城市公共服务项目的招投标时的资质要求和综合性服务能力要求，切入该领域；同时借助关联方房企在优势区域的政府资源，在城市服务项目拓展上均获得突破。

表8、2020A 城市服务项目拓展情况

代码	公司	项目情况
06049.HK	保利物业	升级“5+4+3”公共服务产品体系，5G+产品包、针对城镇需求打造四大样板工程、为保障产品和服务机制切合政策导向和政府需求三大支撑体系。
02669.HK	中海物业	1) 在城市道路管养方面，本年度承接了三个市政道路项目。 2) 市政公园项目：银湖山公园，年合约额为 1321 万元；清西郊野公园年合约额为 302 万元。
03319.HK	雅生活服务	1) 城市服务共计在管项目超 130 个，总合同金额超过人民币 130 亿元， 年化合同金额 20 亿元 。 2) 以 10X PE 对应 11.8 亿元总投资额收购 5 家城市综合服务企业，迅速完成城市服务布局。
06098.HK	碧桂园服务	1) 项目拓展加速，包括山西省寿阳县环卫一体化服务、天津市军粮城城市大物业服务、大连市金普新区产业协同一体化服务、衢州交投集团、云南陆良滇中健康城、南宁市良庆区市政道路、桂城街道数字城管、南开区河道水系巡查及江西袁州市金瑞镇清扫保洁。 2) 截止 2020 年， 合同剩余未执行金额约人民币 130 亿元 ，未来将进入发展快车道。
01995.HK	永升生活服务	成功签约上海临港、无锡惠山、安徽界首、宿迁泗阳。
09928.HK	时代邻里	9 个城市公服项目，在管面积 2992 万平方米，2020 年收入增长 227% 达到人民币 4780 万元。
06958.HK	正荣服务	1) 与福州市鼓楼区达成战略合作，区内首个试点项目中山社区管理项目正式落地。 2) 与南京玄武环境签署战略合作协议，双方将合作成立城市服务合资公司，共同布局城市综合运营服务、政府资产服务、街道专业清洁、绿化养护等业务。
06666.HK	恒大物业	截至 2021 年 2 月 28 日，通过外拓及并购增加 36 个城市公服项目。
01209.HK	华润万象生活	1) 从“社区管家”转型为“城市管家”，持续探索智慧物联和城市运营服务。2020.1.1-2020.12.8 拓展 276 万平米；2020.12.9-2021.2.28 拓展 397 万平米。 2) 落地与地方平台公司合作项目，运用市场化机制探索智慧城市管理，获得储备 200 万平米。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

协同房企打通上下游服务链条。物管公司也在积极探索新业务，依托房企提供的资源进一步打通上下游服务链条，如围绕业主装修需求提供美居服务、围绕业主生活需求提供到家服务、以及为开发商提供质保期内房修业务等。短期内，依托于社区内高频生活服务需求和关联方每年的稳定交付，到家服务和美居服务有望成为未来 3 年内大部分物管公司社区增值服务的主要增长引擎。此外，头部房企

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

也将资源投入到养老、文旅、教育等新业务的发展中，物管公司未来也有望将相应资源导入社区，提供更多社区增值服务。

图16、物业服务产业链条



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、行业加速整合，扩张策略同质化

未来 3-5 年是行业的规模红利期，物管行业将加速整合，物管公司之间也会分化加剧。对于未来 3-5 年的战略机遇期，物管公司普遍制定了高速扩张计划，我们对此持谨慎乐观的态度，“谨慎”在于大家的业务模式比较一致，发展战略也比较雷同，未来必然面临激烈的市场竞争，大家在市场情绪高涨的时候喊出的目标过于积极，我们会持续关注各家物管公司的业务进展。而“乐观”在于物业管理行业正从最基础的物管业务向泛物业管理渗透，龙头物管公司将继续凭借先发优势、规模和品牌优势以及资本市场带来的金融优势享受规模红利，3 年或 5 年目标最终是否能够完成就要看各家的管理体系、激励制度以及执行力。

表9、主要物管公司的发展计划

公司	3 年或 5 年规划	2023 年预计在管规模 (亿平米)	2023 年预计利润 (亿元)
碧桂园服务	2020~2025 年收入和利润的 CAGR 达 50%	18.0	95
雅生活服务	2020~2023 年收入 CAGR 达 40%	6.9	43
世茂服务	2020~2023 年收入 CAGR 达 71%	5.7	39
融创服务	2020~2022 利润 CAGR 达 80%，2023 年及以后利润保持 30~50% 增速	4.4	28
华润万象生活	2020~2025 年核心净利润 CAGR 达 40%	购物中心开业数量 102+ 个，物业管理在管面积 2.36 亿平米	28
金科服务	2020~2025 年收入 CAGR 达 58%	4.4	26
合景悠活	2021 年收入同比增长 150%，2020-2023 年在管面积 CAGR 达 115%	4.0	22
绿城服务	2020~2025 年收入 CAGR 达到 38%	5.7	17
中海物业	2020~2025 年利润 CAGR 达 30%	3.7	16
保利物业	2020~2023 年收入 CAGR 达 30%，利润 CAGR 达 20~30%	7.5	16
新城悦服务	2020-2023 年收入、利润 CAGR 达 44%	2.8	14
永升生活服务	2020~2023 年利润 CAGR 达 40~50%	3.9	13
宝龙商业	2020~2025 年利润 CAGR 达 40%	开业面积 1500 万平米	9
时代邻里	2020-2023 年利润 CAGR 达 50%	2.0	8

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 15 -

从管理体系和激励制度来看，物管公司有更市场化的企业管治：1) 物管公司大部分从房地产公司分拆，这些房地产公司都有近 20 年的发展历史，且都是上市公司，因此物管公司已经有了丰富的企业管治经验，特别是资本市场的经验；2) 物管公司都实现了所有权和管理权的分离，物管公司的大股东是房地产公司或者房地产公司实际控制人，由职业经理人管理；3) 物管公司的大股东更注重管理团队和人才的建设，更愿意分享成长的收益，因此在上市前以及上市后都有充足的股权激励来绑定管理团队，提升积极性。

表10、主要物管公司的股权激励制度

公司	股权激励制度
永升生活服务	设立管理层持股平台“Best Legend”，持股 10.28%用于激励。
宝龙商业	设立管理层持股平台汇鸿管理，持股 6.99%；同时授予陈德力（CEO）个人股份奖励，约占 3.49%。
融创服务	设立管理层持股平台“融享”，持股 14.89%用于股权激励，其中约 10 个点授予融创服务的管理团队，覆盖范围从公司管理层到业务单元负责人；约 5 个点授予地产融创中国各个区域负责人。
金科服务	管理层持股平台“恒业美好+金恒鸿鑫”用于激励金科服务核心员工，持股 8.17%；天津卓越用于激励金科股份核心管理层，持股 2.71%。
雅生活服务	设立管理层持股平台“共青城投资”，持股 6%用于股权激励。
华润万象	员工持股计划，IPO 时员工自行优先认购，参与人数 200 多人；高管 3+2 年锁定期，其他员工 3 年锁定期，。
碧桂园服务	购股权计划，合共不超过 1.33 亿股用于激励。
新城悦服务	购股权计划，合共不超过 8000 万股用于期权激励。
绿城服务	购股权计划，合共不超过 2.78 亿股用于激励。
恒大物业	购股权计划，合共不超过 10.8 亿股。
时代邻里	购股权计划，合共不超过已发行股份总数的 3%。
建业新生活	购股权计划，合共不超过 4500 万股。
正荣服务	购股权计划，合共不超过已发行股份总数的 10%。
奥园健康	购股权计划，合共不超过 7262.5 万股用于激励。
星盛商业	执行董事黄德林代持 14.7%用于股权激励

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

规模拓展是验证公司执行力的关键：截至 2021M4，融创服务、金科服务、世茂服务和建业新生活分别新增合约面积 4562、1927、1223 和 1096 万平米，总合约面积分别达 3.09、2.96、2.13 和 1.98 亿平米。截至 2021M4，金科服务、世茂服务和建业新生活分别新增在管面积 1815、867 和 553 万平米，总在管面积分别达 1.74、1.55 和 1.06 亿平米，我们预计金科服务、世茂服务和建业新生活已完成 2021 年新增在管面积目标的 22.7%、13.0%和 12.9%。

表11、物管公司 2021 年新增规模情况

代码	公司	规模拓展情况
01516.HK	融创服务	截至 2021M4, 新增合约面积 4562 万平方米, 其中来自第三方 3535 万平方米, 来自母公司 1027 万平方米
09996.HK	金科服务	截至 2021M4, 新增合约项目 118 个, 新增合约面积 1927 万平方米; 新增在管项目 105 个, 新增在管面积 1815 万平方米
09983.HK	建业新生活	截至 2021M4, 新增合约面积 1096 万平方米, 新增在管面积 553 万平方米
00873.HK	世茂服务	截至 2021M4, 新增合约面积约 1223 万平方米, 新增在管面积约 867 万平方米, 新增第三方市场拓展项目基础物业年饱和收入 2.7 亿元
01209.HK	华润万象生活	截至 2021M4, 物业管理业务通过市场外拓新增合约面积 900 万平方米, 购物中心运营业务新签约 6 个项目
06666.HK	恒大物业	截至 2021M2, 新增合约面积 1.15 亿平米, 新增在管面积 1.10 亿平米
03319.HK	雅生活服务	截至 2021M3, 第三方新增合约面积 1800 万平方米, 新增总年化合同金额超 5.5 亿元
09928.HK	时代邻里	截至 2021M3, 共新签约 70+个项目
03316.HK	滨江服务	截至 2021M3, 新增合约项目 10 个, 新增合约面积 214 万平米

资料来源: 公司资料, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资本市场再融资, 储备现金谋发展: 2021 年以来, 物管公司落地多起收并购, 总对价超 120 亿元, 平均估值为 2020 年 11.6X PE, 行业整合加速。根据 2020 年上市的 15 家物管公司的招股书, 将用于收并购的资金共计 341.5 亿港元, 新上市物管公司弹药充足。为了抓住行业整合中的收购机会, 应对激烈的收并购竞争, 2018 年上市的新城悦服务、雅生活服务及碧桂园服务也通过配股和可转债进行再融资, 目前在手现金充足。

表12、2021 年主要物管公司收购情况 (截至 2021.04.16)

NO.	代码	公司	收购日期	收购对价 (亿元)	权益 (%)	标的公司	在管面积 (万平米)	2020PE
1	03913.HK	合景悠活	2021-1-18	13.16	80	雪松智联	8600	12.0
2	03319.HK	雅生活服务	2021-2-25	3.44	60	中民未来物业	4157	12.5
			2021-3-22	2.81	51	北京慧丰清轩		10.4
			2021-3-12	1.44	60	陕西明堂环卫		9.6
			2020-12-31	3.00	51	大连明日环境		10.5
			2021-3-12	1.53	51	安徽宇润道路		10.0
3	06098.HK	碧桂园服务	2021-3-22	54.32	71	蓝光嘉宝	12990	14.3
4	01755.HK	新城悦服务	2021-2-8	0.33		江苏云柜		
5	09928.HK	时代邻里	2021-4-16	4.91	80	合达联行	2197	13.0
6	01971.HK	弘阳服务	2020-12-31	2.16	80	武汉汇得行	177	13.0
7	01516.HK	融创服务	2021-4-16	8.00	80	广西彰泰物业	1197	12.0
8	06666.HK	恒大物业	2021-1-29	15.00	100	宁波市雅太	8000	
9	06989.HK	卓越商企服务	2021-4-1	2.25	75	北京市环球财富		10.6
10	00873.HK	世茂服务	2021/4/19	4.39	67%	深圳深兄环境		12.0
			2021/5/28	NA	100%	野风物业		11
总计/平均				120.38				11.6

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、投资策略：关注成长快质量优的中型物管公司投资机会

从成长性、确定性和执行力的角度来看，我们认为碧桂园服务这样的龙头物管公司将继续享有估值溢价。同时目前市值在 1000 亿以下，在管规模在 1 亿平米以上的部分优质中型物管公司也值得关注，我们认为随着行业整合加速，关连方为 TOP20 房企且土储丰富、自身股权激励力度大且管理层执行力强的中型物管公司也有望进入第一梯队。行业首选永升生活服务、融创服务、碧桂园服务、中海物业、新城悦服务。

表13、主要物管公司在管规模及关连方土储（截至 2021.06.11）

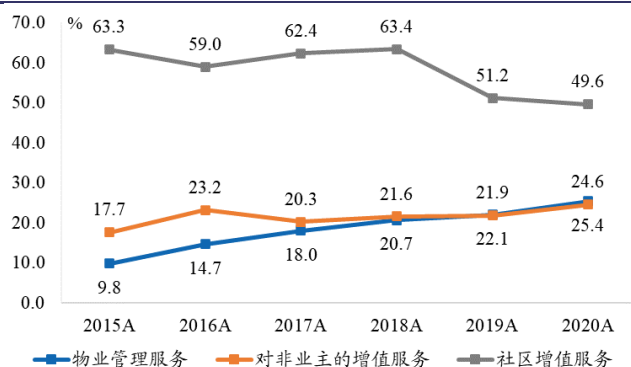
代码	公司	2020A 在管面积 (百万平方米)	市值 (亿港元)	关连方	2020A 关连方土储 (万平方米)	2021 年房企百 强排名
06049.HK	保利物业	380	330	保利地产（A 股）	--	6
06098.HK	碧桂园服务	377	2,559	碧桂园	27520（权益）	3
03319.HK	雅生活服务	375	517	雅居乐集团	5,301	29
06666.HK	恒大物业	300	962	中国恒大	23,100	2
02869.HK	绿城服务	251	416	绿城中国	5,079	25
02669.HK	中海物业	182	263	中国海外发展	9,190	4
09666.HK	金科服务	156	426	金科股份（A 股）	--	23
00873.HK	世茂服务	146	499	世茂集团	8,175	9
01516.HK	融创服务	135	723	融创中国	25,772	5
01209.HK	华润万象生活	119	1,027	华润置地	6,809	8
01995.HK	永升生活服务	102	315	旭辉控股	5,650	13
01755.HK	新城悦服务	101	197	新城发展	14,288	10
09983.HK	建业新生活	100	100	建业地产	5,411	62
09928.HK	时代邻里	69	63	时代中国	2,159	33
02168.HK	佳兆业美好	57	51	佳兆业集团	2,880	27
06677.HK	远洋服务	45	70	远洋集团	3,804	32
03913.HK	合景悠活	42	164	合景泰富	2,442	40
03662.HK	奥园健康	41	48	中国奥园	4,285	24
06958.HK	正荣服务	41	51	正荣地产	2,850	19
06989.HK	卓越商企服务	32	117	卓越集团（非上市）	--	43
01971.HK	弘阳服务	27	18	弘阳地产	2,006	47
03316.HK	滨江服务	20	94	滨江集团（A 股）	--	63

资料来源：公司公告，中房网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 永升生活服务：坚守发展方向，深耕挖掘新增长极

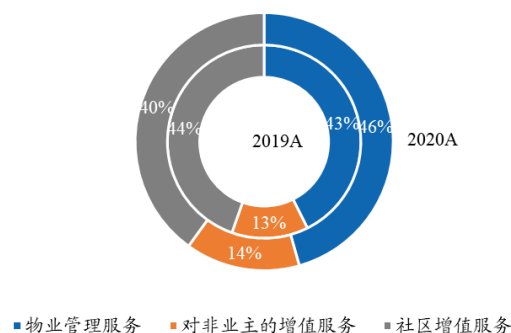
社区增值挖掘新增长极，三大板块毛利率未来仍将维持稳定：2020 年公司开始探索社区增值服务 BU 制，在美居、房修、租售等板块已做出率先尝试。美居业务作为快速增长点，计划自 2020 下半年起做到三年十倍收入。展望未来，公司预计综合毛利率将维持在 30% 左右，其中基础物业毛利率介于 22%-25%，非业主增值毛利率 20-25%，社区增值服务 40-50%。

图17、永升生活服务分部毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

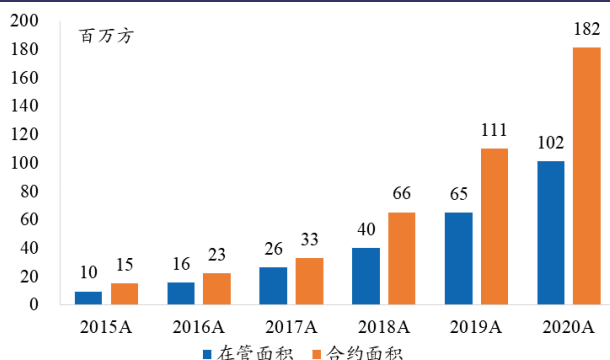
图18、永升生活服务毛利占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

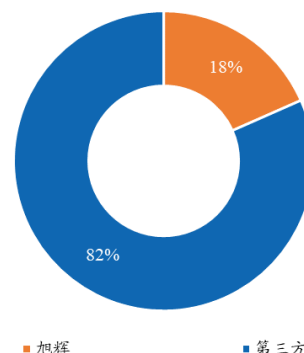
未来三年管理面积保持高增长：截至 2020 年末公司合约面积及在管面积分别为 1.82 亿方及 1.02 亿方。公司计划 2021 年新增签约面积 9000 万方-1 亿方，体量达到 2.7-2.8 亿方；新增在管面积 7000 万方到 1.7 亿方。2022 年公司目标签约及在管面积分别为 3.8-4 亿方、2.4-2.5 亿方；2023 年公司目标签约及在管面积分别为 4.8-5 亿方、3-3.3 亿方。在面积获取上，公司仍将以第三方直拓为主，并根据战略布局寻找合适并购标的。

图19、永升生活服务在管及合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、2020A 永升生活服务新增合约面积来源



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

我们的观点：公司长久坚持为业主提供品质服务，良好的口碑为增值服务及外拓开展提供有力保障，股权激励力度大且管理层执行力强。预计 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 0.40/0.60/0.81 人民币元，目标价 29 港元对应 2021/2022/2023 年 PE 分别为 60/40/30 倍，维持“买入”评级。

风险提示：业务扩张不及预期；物业管理满意度降低；物业管理费收缴率降低；物业管理费提价受阻。

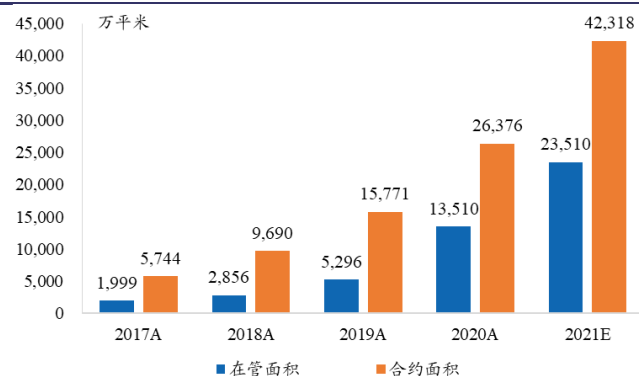
● 融创服务：高效整合，发力外拓

规模增长确定性强：截至 2020 年末，公司在管及合约面积分别为 1.35 和 2.64 亿平方米，分别同比增长 155.1%和 67.2%，合约在管比为 1.95 倍。此外，融创中国仍有 1.27 亿平方米土储未与公司签约，公司实际合约面积约 3.9 亿平方米，未来公司规模增长确定性强。虽然 2020 年公司来自第三方招投标的新增合约面积仅占 10.9%，但公司把第三方招投标作为长期发展的首要方式。公司在整合开元、环融外拓人才基础上，建立了约 130 人的投拓团队，同时依托融创中国的政企资源，有望实

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

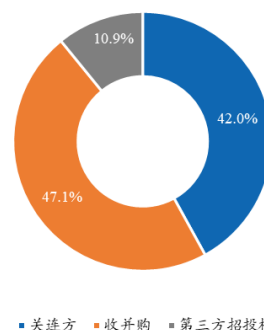
现多业态、高质量的市场拓展。我们预计公司 2021 年在管和合约面积分别有望达 2.35 和 4.23 亿平米，分别同比增长 74.0%和 60.4%。

图 21、融创服务在管面积与合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、2020A 融创服务新增合约面积来源分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

我们的观点：我们认为公司依托融创中国充足的土储和政企资源，以及拓展团队丰富的经验，将继续保持较高的业绩弹性。预计 2021/2022/2023 年核心 EPS 分别为 0.40/0.66/0.91 人民币元，目标价 30.00 港元对应 PE 为 64/39/28 倍，维持“买入”评级。

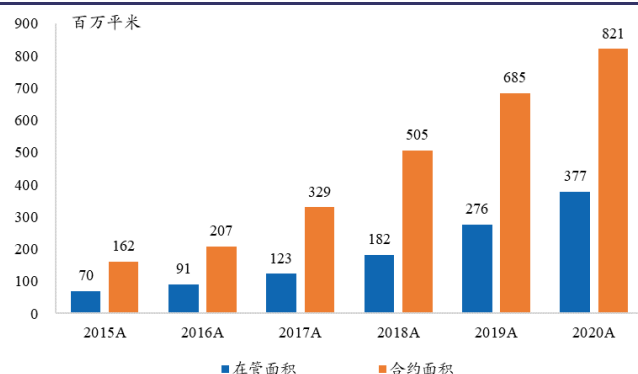
风险提示：业务扩张和收购不及预期；物业管理费提价受阻；收缴率不及预期；增值业务拓展不及预期。

● 碧桂园服务：目标千亿营收，能力圈再升级

目标 2025 年营收千亿，年复合增速 50%：公司目标到 2025 年收入突破千亿，物业服务收入达 500 亿左右，增值服务含团购收入超 300 亿，商写收入超 150 亿，城市服务收入超 200 亿，整体目标超千亿。根据千亿目标计算，2021-2025 年公司收入和利润 CAGR 将达到 50%，前三年增速将更快。

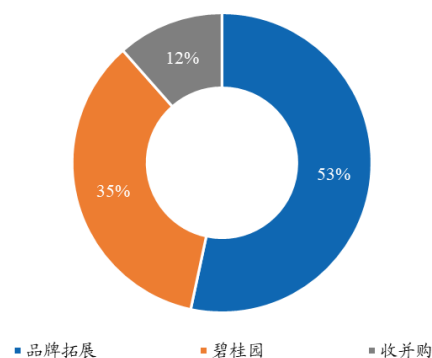
第三方占比继续提升，庞大的合约面积确保高速增长：公司截至 2020 年末的在管面积达到 3.77 亿平米，较 2019 年末增长 37%，合约面积达到 8.2 亿平米，合约面积是在管面积的 2.18 倍。2020 年新增合约面积中来自第三方品牌拓展的面积占比达到 53%，规模达到 6400 万方市场化能力领先。公司目标 2025 年合约面积达到 18 亿方体量，庞大的合约面积确保高速增长。

图23、碧桂园服务在管及合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、2020A 碧桂园服务新增合约面积来源



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

我们的观点：2025 年千亿营收目标为公司未来五年的高速增长方向奠定主基调。公司作为行业龙头持续探索物管能力圈边界，在过往三供一业、城市服务外，公司本年在社区增值赛道中团购、传媒、家装取得显著突破。5 月 21 日，公司进入恒生指数，未来有望获得更多 ETF 被动配置，流动性进一步提高。我们预计公司 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 1.38/2.08/3.20 人民币元，目标价 92 港元对应 PE 为 61/40/26 倍，维持“买入”评级。

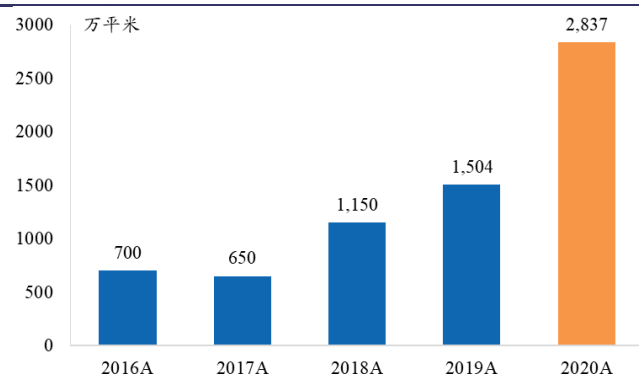
风险提示：业务扩张不及预期；物业管理满意度降低；物业管理费收缴率降低；物业管理费提价受阻。

● 中海物业：目标千亿营收，能力圈再升级

外拓能力显著提升：公司凭借优质的服务和强大的品牌在市场化外拓上取得显著成效，2020 年全年新增外拓合约面积约 2837 万平米，超过过去 2 年累计外拓面积。公司的外拓能力显著提升，加大了中建系物业合作、政企合作，并在城市市政综合服务、院校运营以及市政公园等领域取得突破。截止 2020 年，公司在管面积 1.82 亿平米，同比增长 20%。

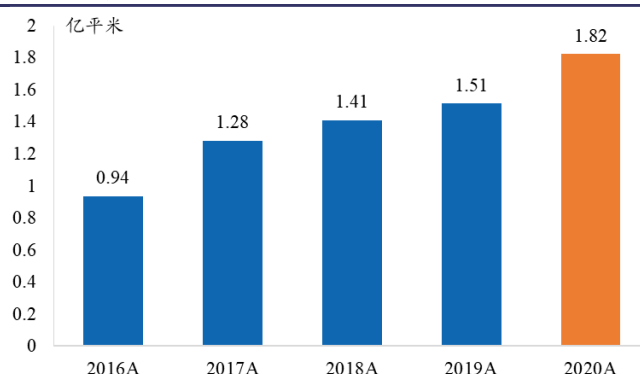
增值服务占比将提升：公司增值服务中的住户增值服务和非住户增值服务营收分别为 4.97 和 11.72 亿港元，分别同比增长 15.2% 和 27.8%，增值服务营收占比为 25.5%，低于行业平均水平。未来公司将加大增值服务开展力度，十四五目标营收占比达到 40%。停车位买卖服务稳步推进，2018-2020 年收购的车位数量分别为 244/5126/4286 个，主要位于重点一、二线城市。

图25、中海物业新增外拓面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、中海物业在管面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

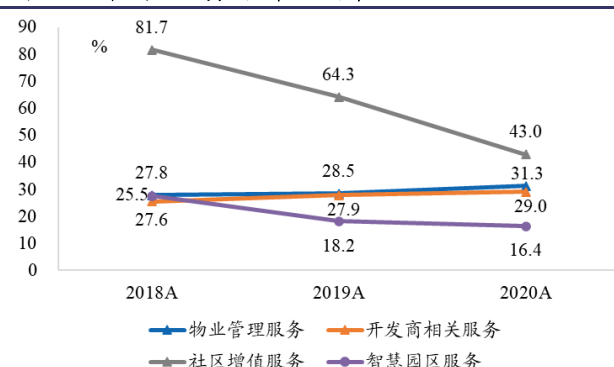
我们的观点：公司外拓能力显著提升，协同中海系资源抱团获取项目，在公建、城市服务等领域取得突破。虽然公司的股权激励暂缓，但也推出了项目总经理合伙人制度，以应对激烈的市场竞争。我们预计公司 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 0.28/0.37/0.48 港元，目标价 8.6 港元对应 PE 为 30/23/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：业务扩张和收购不及预期；物业管理费提价受阻；增值业务拓展不及预期。

● 新城悦服务：目标千亿营收，能力圈再升级

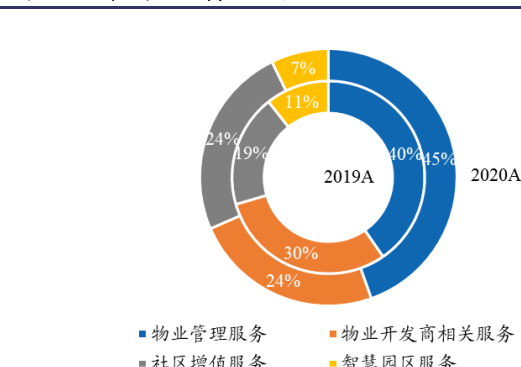
预期未来三年整体毛利率仍将整体向上：2020 年公司整体毛利率达到 30.73%，扣除社保减免优惠后毛利率约为 29.5%，与 2019 年持平。2020 年社区增值服务占毛利比重上升至 24.3% 成为第二大贡献来源，毛利率为 43%，预计随着社区增值服务的高速增长，未来三年公司整体毛利率仍将结构性向上移动。

图27、新城悦服务分部毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、新城悦服务毛利占比



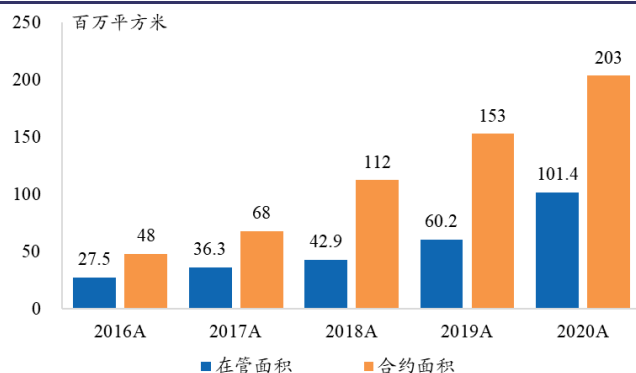
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

第三方外拓能力突飞猛进，新三年指引计划清晰：2020 年公司新增来自第三方退场前面积近 3600 万方，2019 年为 1000 万方，实现突飞猛进式增长。2021 年起公司目标新增合约面积约 7000 万方/年，其中来自新城控股面积为 2000-2500 万方，来自第三方外拓面积为 4500-5000 万方，第三方中来自并购的面积在 2000 万方以下。2020 年末公司在管面积 1 亿方中已有 40.7% 来自第三方，公司目标到 2023 年实现管面积 2.8 亿方、合约面积 4.2 亿方规模。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

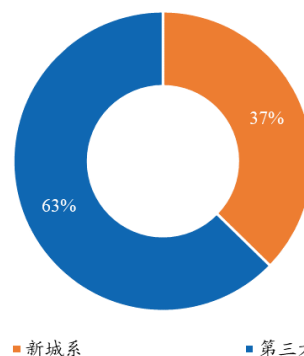
- 22 -

图29、在管面积与合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、2020A 新增合约面积来源



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

我们的观点：新城悦服务仍处于高速增长期，一方面来自于在管面积的快速扩张，到2023年达到2.8亿平米；另一方面来自公司多元化的增值服务的拓展，包括社区增值、智慧园区服务等。我们预计公司2021/2022/2023年EPS分别为0.86/1.21/1.68人民币元，目标价36港元对应PE为36/25/18倍，维持“买入”评级。

风险提示：业务扩张不及预期；物业管理满意度降低；物业管理费收缴率降低；物业管理费提价受阻。

3、板块资本市场关注度提升

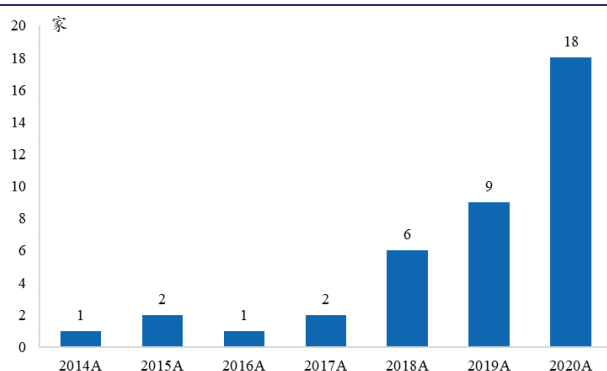
3.1、2021 年以来资本市场关注度进一步提升

● IPO 高峰期已过，物管板块已经成形

自 2014 年彩生活上市以来，港股物管板块逐渐长大，根据 Wind 恒生物业板块划分，截止目前已经已有 45 家上市物管公司。IPO 进程从 2018 年开始加速，2020 年达到高峰，2018-2020 年分别上市的物管公司达到 6、9 和 18 家，预计 2021 年仍然有 10 余家物管公司上市，但规模和体量都比较小，对存量上市公司的冲击较小。

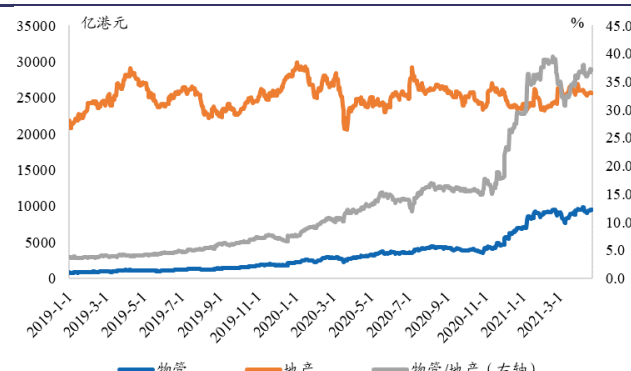
从物管板块和香港内房股的市值来看，物管板块的市值不断扩大，目前跟内房股市值的比例已经达到 37%。

图31、2016-2020 年上市物管公司数量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、港股物管和房地产板块市值和占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

目前大型地产公司的物管板块还没上市的公司有万科企业、龙湖集团、金地集团和阳光城，其中阳光城已公告分拆旗下“阳光智博”赴港上市计划，其他物管公司预计仍会考虑到香港上市。

表14、还未上市的大型物管公司

物管公司	主要经营指标	关联地产公司	分拆上市进展
万物云	2020 年收入 182 亿元，同比增长 27.4%；在管面积 5.66 亿方。	万科企业，2020 年销售规模 7041 亿元，位列行业第 3。	有上市计划，暂无时间表。
龙湖智慧服务	2020 年收入 58 亿元，同比增长 36.4%，毛利率为 24.2%；在管面积 1.72 亿方。服务品质高，客户满意度 92.7%。	龙湖集团，2020 年销售规模 2706 亿元，位列行业第 12。	无分拆计划，战略入股绿城服务。
金地物业	2020 年收入 41 亿元，同比增长 33.2%；合约面积突破 2.7 亿方。	金地集团，2020 年销售规模 2427 亿元，位列行业第 14。	暂无分拆计划。
阳光智博	2020 年收入 13.7 亿元，利润总额 2.3 亿元，归母净利润 1.7 亿元。	阳光城，2020 年销售规模 2180 亿元，位列行业第 19。	已公告分拆“阳光智博”，计划香港上市。

资料来源：公司公告，中指院，兴业证券经济与金融研究院整理

● 恒生物业服务及管理指数推出，有望获更多 ETF 被动配置：

物管指数推出，板块发展进入全新阶段：2021 年 4 月 19 日，恒生指数公司推出**恒生物业服务及管理指数**，此项指数用于提供一个参考基准以反映在香港上市的 30 家最大物业管理及相关服务公司股价的整体走势。该指数中前 10 大成分股比重总计为 79%，且成分股中 17 家港股通公司总市值占比 90%以上，能够较为全面地反映市场情况。该指数的推出说明物管板块关注度的提高，物管板块的发展进入新阶段。

表15、恒生物业服务及管理指数成分股（截至 20210611）

NO.	代号	成份股	股价（港元）	市值（亿港元）	比重（%）
1	06098.HK	碧桂园服务	79.55	2,559	17.2
2	01209.HK	华润万象生活	45.00	1,027	11.3
3	06666.HK	恒大物业	8.90	962	10.9
4	01516.HK	融创服务	23.30	723	7.5
5	03319.HK	雅生活服务	36.40	517	7.1
6	00873.HK	世茂服务	21.10	499	5.7
7	09666.HK	金科服务	65.30	426	3.2
8	02869.HK	绿城服务	12.84	416	6.9
9	01995.HK	永升生活服务	18.86	315	5.3
10	02669.HK	中海物业	8.00	263	3.8
11	06049.HK	保利物业	59.60	330	前十大合计 79
12	01755.HK	新城悦服务	22.60	197	
13	09909.HK	宝龙商业	28.50	184	
14	03913.HK	合景悠活	8.15	164	
15	06989.HK	卓越商企服务	9.59	117	
16	09979.HK	绿城管理控股	5.18	101	
17	03316.HK	建业新生活	7.97	100	
18	02606.HK	蓝光嘉宝服务	52.00	93	
19	09983.HK	滨江服务	33.95	94	
20	06677.HK	远洋服务	5.91	70	
21	09928.HK	时代邻里	6.38	63	
22	02156.HK	正荣服务	4.80	56	
23	06958.HK	佳兆业美好	4.91	51	
24	03662.HK	奥园健康	33.05	51	
25	02168.HK	国锐地产	6.56	48	
26	00108.HK	佳源服务	0.98	31	
27	01153.HK	金融街物业	4.12	25	
28	01502.HK	弘阳服务	5.74	21	
29	01971.HK	第一服务控股	4.45	18	
30	02107.HK	正荣服务	1.09	11	
合计				9,534	

资料来源：恒生指数公司，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 优质港股通物管公司获持续增持

内地资金通过港股通增持物管公司对估值有抬升作用，目前共有 18 家公司是港股通标的，其中华润万象生活、恒大物业、世茂服务、融创服务、新城悦服务、合景悠活、卓越商企服务和金科服务 8 家物管公司于 2021 年 3 月 15 日进入。截至 2021 年 6 月 11 日，港股通持股占总股本的比例平均为 7.49%。2021 年以来，南下资金持续通过港股通增持金科服务(+10.65pct)、新城悦服务(+5.67pct)和永升生活服务(+3.90pct)。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 25 -

表16、港股通持股情况（截至 2021.06.11）

代码	公司	持仓量 (千股)	占比 (%)	一周变动 (pct)	年内变动 (pct)	持有市值 (亿港元)
02669.HK	中海物业	447,972	13.63	-0.18	+1.86	35.8
02869.HK	绿城服务	297,979	9.19	+0.13	-1.54	38.3
06098.HK	碧桂园服务	274,274	8.53	+0.01	+0.08	218.2
01995.HK	永升生活服务	145,917	8.74	-0.03	+3.90	27.5
06666.HK	恒大物业	89,047	0.82	+0.33	+0.82	7.9
01516.HK	融创服务	80,219	2.58	+0.11	+2.10	18.7
06049.HK	保利物业	71,400	46.57	-1.48	-1.94	42.6
03913.HK	合景悠活	71,151	3.53	+0.08	+1.12	5.8
09983.HK	建业新生活	63,967	5.09	+0.29	+3.00	5.1
01778.HK	彩生活	60,339	4.15	-0.02	-0.13	2.0
01755.HK	新城悦服务	49,425	5.67	+0.06	+5.67	11.2
09909.HK	宝龙商业	46,747	7.26	-0.00	+1.74	13.3
09928.HK	时代邻里	38,385	3.89	+0.24	+1.20	2.4
00873.HK	世茂服务	37,976	1.61	-0.02	+1.61	8.0
01209.HK	华润万象生活	20,394	0.89	+0.22	+0.89	9.2
06989.HK	卓越商企服务	18,425	1.51	+0.04	+1.51	1.8
09666.HK	金科服务	16,284	10.65	+0.63	+10.65	10.6
03319.HK	雅生活服务	7,846	0.55	+0.01	+0.29	2.9
平均/合计			7.49	0.02	1.82	461.2

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2021Q2 将是物管基石解禁高峰期

由于 2020Q4 规模以上的物管公司集中上市，2021Q2 成为物管公司基石投资者解禁的高峰期。卓越商企服务、合景悠活、金科服务、融创服务、恒大物业和华润万象生活 6 家港股通物管公司将于 Q2 解禁。从上市以来股价表现来看，基石投资者有套现动力，基石解禁或导致股价短期波动，但也为新的投资机构进场提供机会，个股流动性有望提高。

表17、近期解禁公司基石投资者情况（2021.06.11）

代码	公司	上市时间	基石解禁时间	基石投资机构数量 (个)	基石持股数量 (亿股)	流通股数量 (亿股)	占流通股 比重	上市以来股 价涨跌幅
06989.HK	卓越商企	2020-10-19	2021-04-19	9	1.09	3.45	31.6%	-10.2%
03913.HK	合景悠活	2020-10-30	2021-04-30	8	1.18	3.83	30.7%	3.3%
09666.HK	金科服务	2020-11-17	2021-05-17	10	0.60	1.73	34.6%	46.1%
01516.HK	融创服务	2020-11-19	2021-05-19	4	2.47	8.97	27.6%	100.9%
06666.HK	恒大物业	2020-12-02	2021-06-02	21	8.19	16.22	50.5%	1.1%
01209.HK	华润万象	2020-12-09	2021-06-09	7	2.26	7.15	31.6%	101.8%
平均					2.63	6.89	34.4%	40.5%

资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、估值分化，龙头物管公司充分反映估值溢价

我们认为物业管理行业的行业属性，即存量+增量的发展模式、无重大资本开支、净现金的财务状况、稳定的派息分红，决定了行业的估值下限。而物管公司的管理服务水平，物业的质量以及业绩增长的潜力和确定性决定了估值的上限。目前板块呈现估值分化特点，龙头物管公司享有较高的估值溢价，市场也充分反映了这一点，港股物管板块平均估值对应 2021/2022 年 26.7/18.3XPE。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表18、物管板块估值表（截至 2021.06.11）

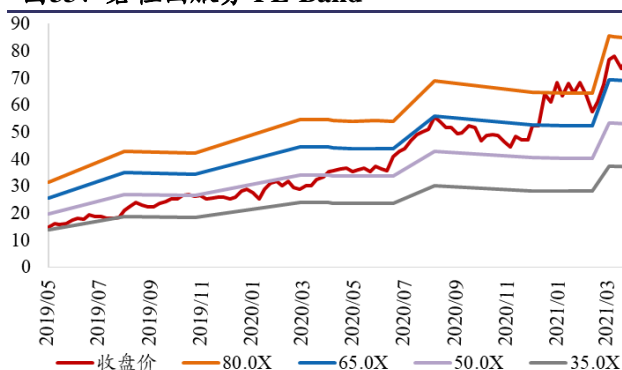
代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS (人民币元)		PE		ROE (%)
				2021E	2022E	2021E	2022E	
06098.HK	碧桂园服务	79.55	2559	1.38	2.08	49.0	32.5	26.9
06666.HK	恒大物业	8.90	962	0.39	0.59	19.2	12.8	45.3
01209.HK	华润万象	45.00	1027	0.65	0.89	59.2	42.8	12.1
01516.HK	融创服务	23.30	723	0.40	0.66	49.5	29.9	12.0
09666.HK	金科服务	65.30	426	1.69	2.57	32.8	21.6	16.0
03319.HK	雅生活服务	36.40	517	1.91	2.52	16.2	12.3	25.9
00873.HK	世茂服务	21.10	499	0.54	1.01	32.9	17.8	20.7
01995.HK	永升生活服务	18.86	315	0.40	0.60	40.2	26.9	19.3
06049.HK	保利物业	59.60	330	1.63	2.18	31.1	23.2	12.0
02869.HK	绿城服务	12.84	416	0.30	0.40	36.4	27.3	14.8
02669.HK	中海物业*	8.00	263	0.28	0.37	28.6	21.6	38.2
09909.HK	宝龙商业	28.50	184	0.75	1.05	32.3	23.1	16.3
01755.HK	新城悦服务	22.60	197	0.86	1.21	22.5	15.9	41.0
03913.HK	合景悠活	8.15	164	0.35	0.61	20.1	11.3	19.3
06989.HK	卓越商企服务	9.59	117	0.42	0.58	19.5	14.1	18.2
09983.HK	建业新生活	7.97	100	0.49	0.68	13.8	10.0	27.9
09928.HK	时代邻里	6.38	63	0.42	0.63	12.9	8.6	17.8
01778.HK	彩生活	3.24	47	0.37	0.40	7.5	7.0	12.2
06677.HK	远洋服务	5.91	70	0.35	0.49	14.6	10.3	21.1
03316.HK	滨江服务	33.95	94	1.17	1.74	24.8	16.6	28.1
06958.HK	正荣服务	4.91	51	0.27	0.40	15.7	10.6	23.3
03662.HK	奥园健康	6.56	48	0.50	0.67	11.2	8.3	26.6
06668.HK	星盛商业	5.29	54	0.19	0.26	24.3	17.3	131.7
平均						26.7	18.3	22.5

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

*中海物业为港币报表，黑体为兴业证券预测

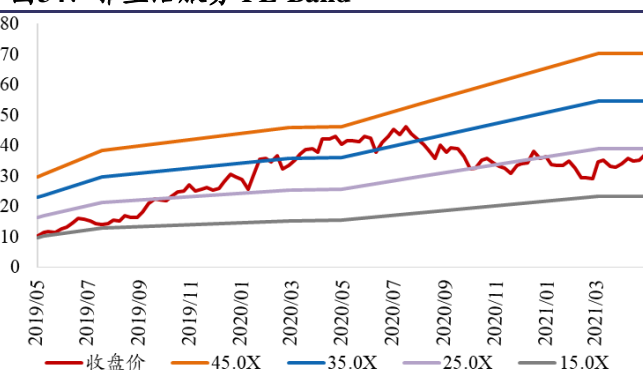
从物管公司的静态 PE-Band 可以看出各公司的估值出现分化。行业龙头碧桂园服务的静态估值区间在 35-80XPE，依然运行在高位区间。而通过收购并购实现规模快速扩张的雅生活服务静态估值区间在 15-45XPE 之间，目前运行在低位区间。

图33、碧桂园服务 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

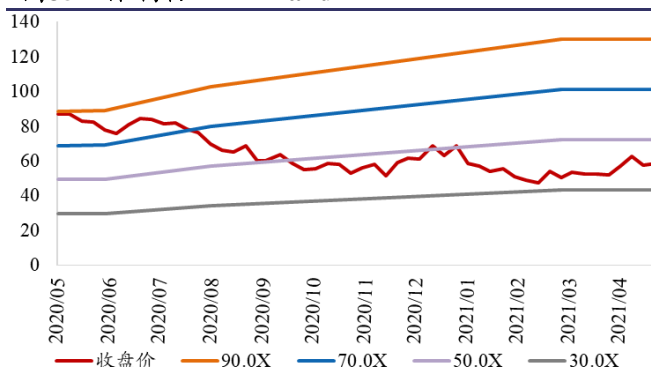
图34、雅生活服务 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

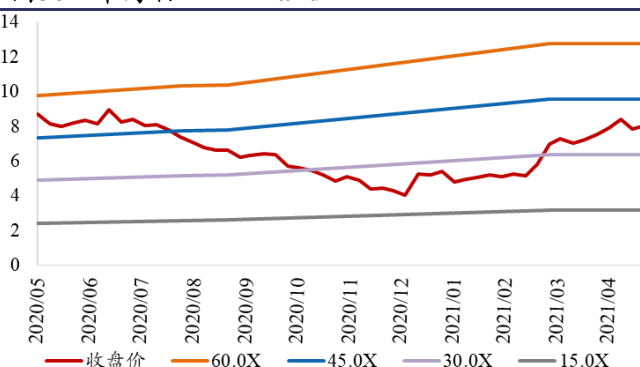
央企背景的保利物业和中海物业目前静态估值则分别运行在低位和中位区间。保利物业的静态估值区间在 30-90XPE，中海物业的静态估值区间在 15-60XPE。

图35、保利物业 PE-Band



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

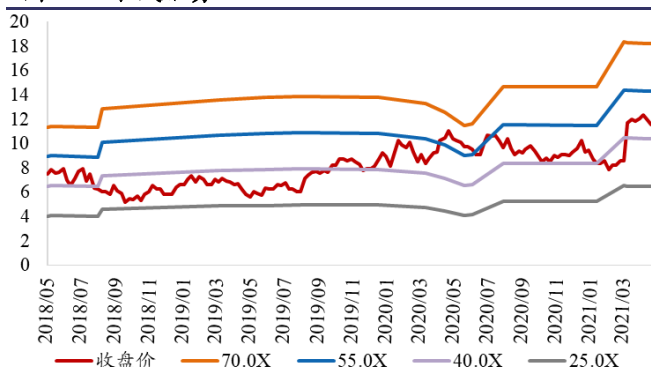
图36、中海物业 PE-Band



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

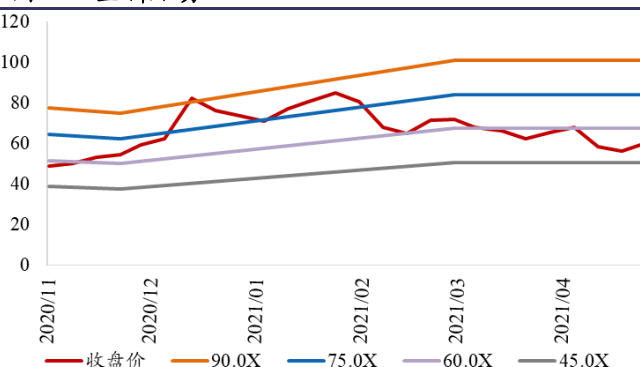
中长期来看, 服务管理水平高、市场拓展能力强的物管公司具备较强的内生增长力。目前绿城服务和金科服务股价分别运行在中位区间和低位区间。绿城服务的静态估值区间在 25-70XPE, 金科服务的静态估值区间在 45-90XPE。

图37、绿城服务 PE-Band



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

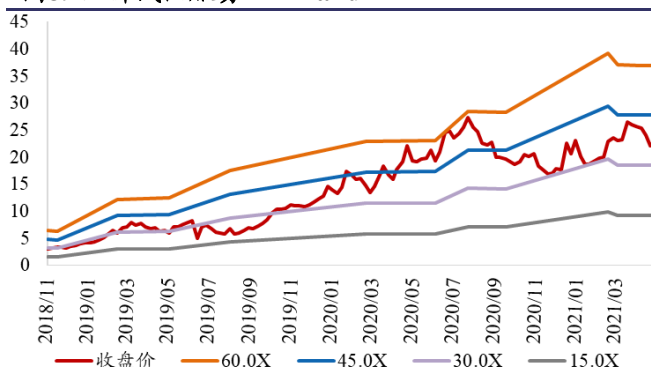
图38、金科服务 PE-Band



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

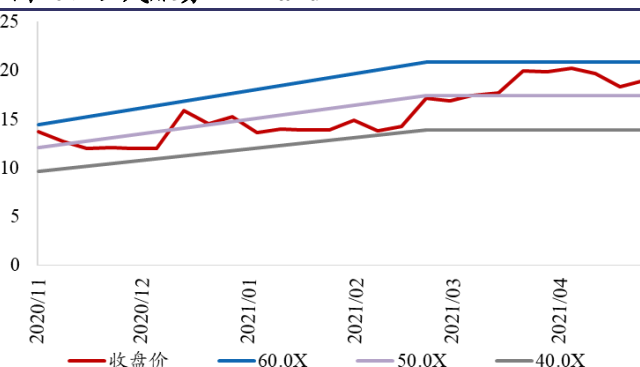
2021 年以来, 部分被低估的物管公司迎来估值修复。在经历 2020H2 的一段低迷期后, 目前新城悦服务股价恢复运行在中位区间。新城悦服务的静态估值区间为 15-60XPE。世茂服务股价运行在高位区间。世茂服务的静态估值区间为 40-60XPE。

图39、新城悦服务 PE-Band



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图40、世茂服务 PE-Band



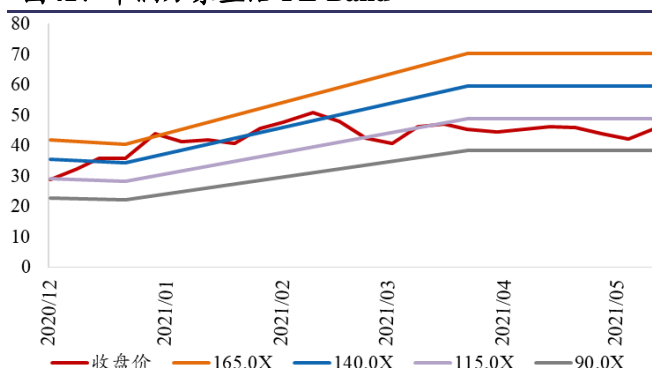
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

商管属性公司享有一定估值溢价。目前华润万象生活和宝龙商业股价分别运行在

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

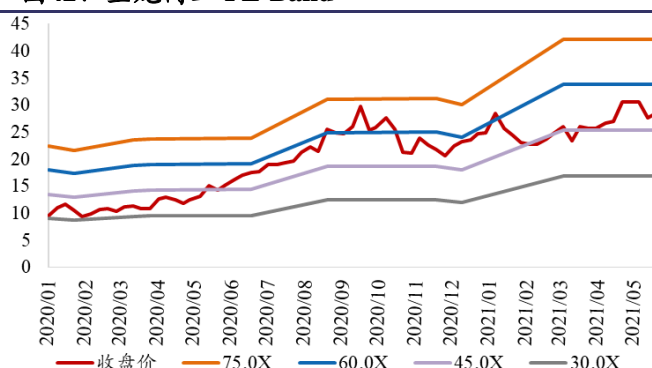
低位和中位区间。华润万象生活静态估值区间为 90~165XPE，宝龙商业静态估值区间为 30~75XPE。

图41、华润万象生活 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、宝龙商业 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

行业首选永升生活服务、宝龙商业、融创服务、碧桂园服务、中海物业、新城悦服务，建议关注华润万象生活、保利物业、时代邻里、金科服务、世茂服务。

表19、重点公司盈利预测与估值表（截至 2021.06.11）

代码 (.HK)	公司	评级	市值 (亿港元)	EPS (人民币元)				PE				PB
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
01995	永升生活服务	买入	315	0.27	0.40	0.60	0.81	60.5	40.2	26.9	19.8	10.3
09909	宝龙商业	买入	184	0.52	0.75	1.05	1.47	46.6	32.3	23.1	16.5	7.6
01516	融创服务	买入	723	0.26	0.40	0.66	0.91	76.5	49.5	29.9	21.7	6.4
06098	碧桂园服务	买入	2,559	0.98	1.38	2.08	3.20	69.3	49.0	32.5	21.1	15.1
02669	中海物业*	买入	263	0.21	0.28	0.37	0.48	38.1	28.6	21.6	16.7	12.7
01755	新城悦服务	买入	197	0.55	0.86	1.21	1.68	34.7	22.5	15.9	11.5	13.8

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院；*中海物业为港币报表

4、风险提示

- 1、业务扩张和收购不及预期。2020 年是物管公司上市高峰期，大量融资用于收购，可能导致收购竞争加剧，标的公司溢价过高，且物管公司面临较大收购整合风险。物管公司收并购有较大可能不及预期。
- 2、物业管理费提价受阻。虽然物业管理服务定价机制市场化是政策方向，但各地政府具体政策的推出，以及政策落地仍需要时间。从长期来看，若政策推进较为缓慢，物管费提价进度或不及预期。
- 3、收缴率不及预期。若物管公司在规模扩张过程中，无法维持提供质价相符的服务，获得较高业主满意度，或导致物管费收缴率不及预期。
- 4、增值业务拓展不及预期。拓展多元业务需要相应的人才、资金和关连方的支持，若物管公司无法在孵化多元业务的过程中提供相应的资源支持，增值业务拓展或不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、ChinaGasIndustryInvestmentHoldingsCo.Ltd.、河钢股份有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、达丰设备服务有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。