

| 证券研究报告 |

物业服务专题——返璞归真的物业股更具价值

由子沛
S0740523020005
youzp@zts.com.cn

陈立
S0740520080008
chenli02@zts.com.cn

李垚
S0740520110003
liyao01@zts.com.cn

2023.06.21

目录

CONTENTS

中泰证券研究所

专业 | 领先 | 深度 | 诚信

01.

核心观点

02.

多因素致物业行业增速降档

03.

物业行业多维度正在发生的变化

04.

投资建议：返璞归真的物业股更具价值



1

核心观点

领先行业

核心观点

多因素致物业行业增速降档：1) 房屋交付放缓与并购降温；2) 房企销售下行暴露关联业务风险；3) 疫情致社区运营业务不及预期；4) 应收款的增加与减值；5) 收并购带来的摊销与商誉减值。

行业多维度正在发生的变化：1) 地产关联业务持续压缩；2) 非住宅市场填补住宅市场缺口；3) 商业复苏对商管板块带来修复；4) 内控持续优化，央企更为显著；5) 提高分红回馈股东。

去伪存真，磨炼后物业股价值更胜：过去几年部分公司在开发商支持和资本助推下取得惊人的增速，随着潮水退去光明不再，而靠内生增长的公司业绩依然稳健；同时行业制度在不断健全，行业生态在持续完善，市场也开始认识到物业公司修炼自身内功才是长久之道，建立在此基础上企业的增长逻辑与业绩表现更具持续性，优质公司在物业赛道上值得长期看好。

投资建议：央国企物业在强势开发商的支持下强者恒强：推荐**华润万象生活、中海物业、招商积余、保利物业**；同时看好优质物业在行业筑底后有更高的向上弹性：推荐**新大正、绿城服务**；建议关注**万物云、越秀服务、滨江服务、建发物业**。

风险提示：房地产行业竣工低于预期、房地产市场销售低于预期、物业费市场化进度低于预期、物管业务行业渗透率提升不及预期、研报信息使用不及时风险、数据测算偏差风险。



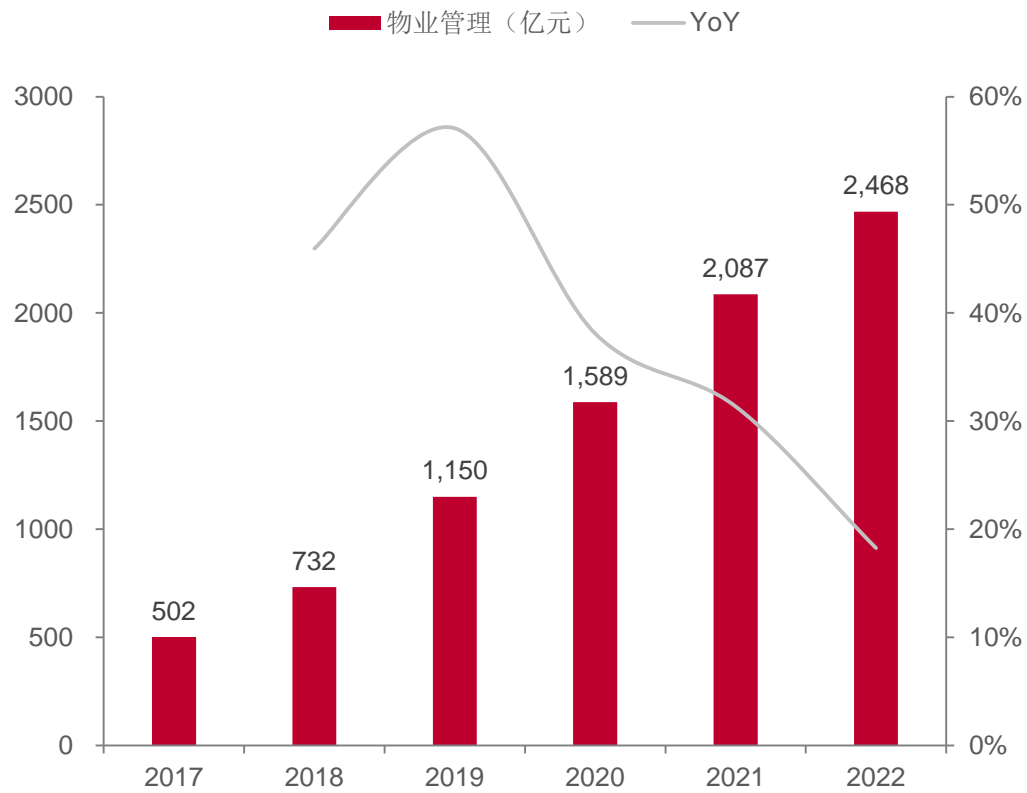
2

多因素致物业行业增速降档

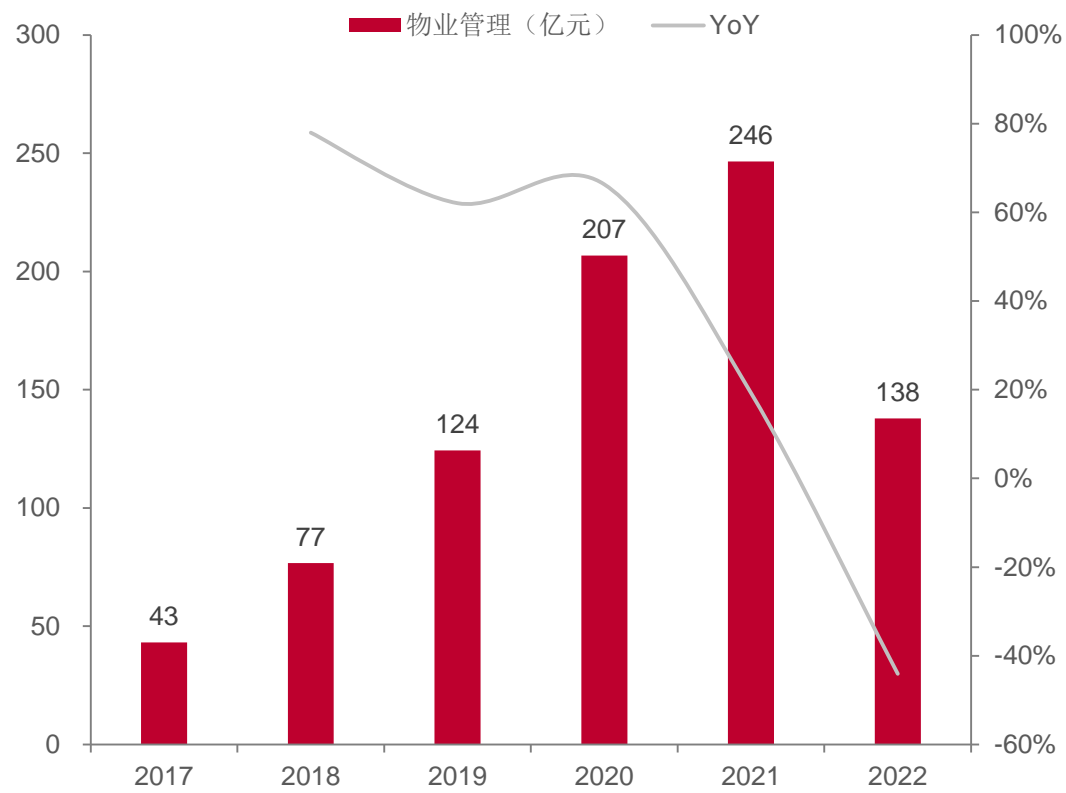
行业收入与业绩增速放慢

2022年，A+H57家样本物业公司实现总收入2468亿，同比+18%，归母净利润138亿，同比-44%。

图表：物业板块营业收入（亿元）及同比增速



图表：物业板块归母净利润（亿元）及同比增速

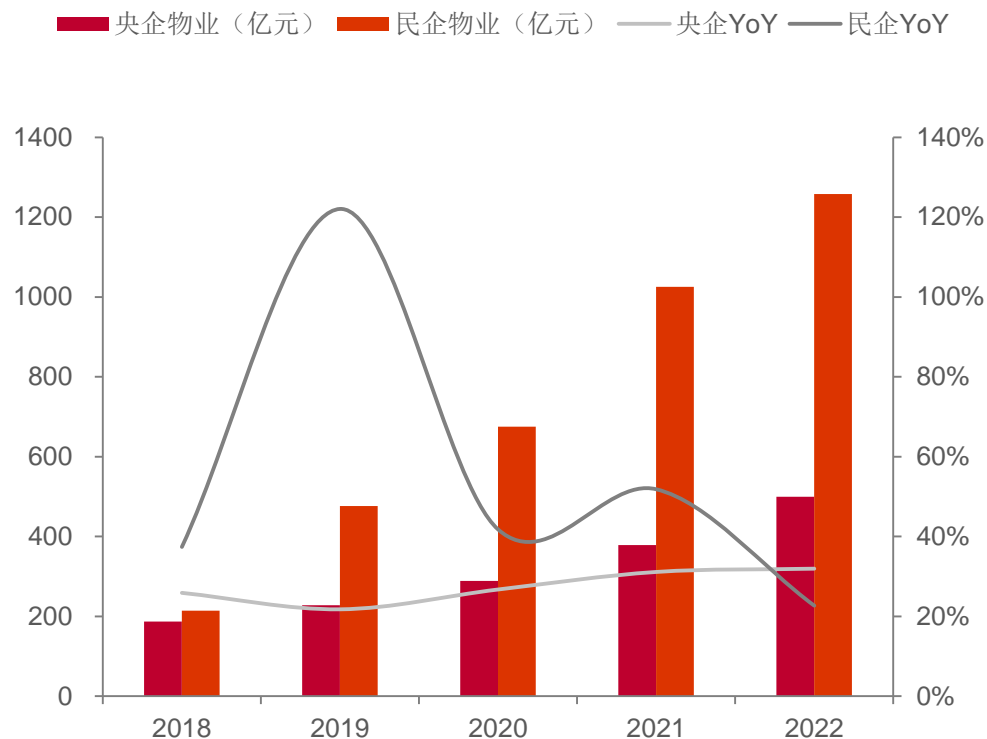


板块内部分化明显

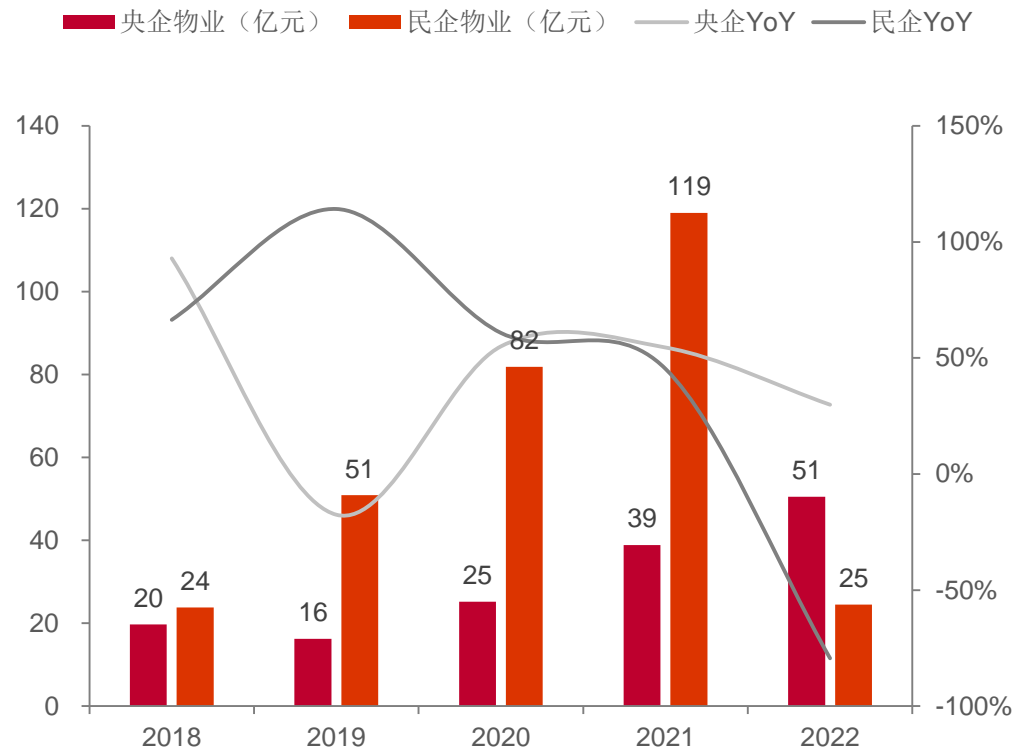
央企物业收入增速逆市提升：2022年央企物业板块营收增速达到32%，甚至较2021年31%有所提升。

央企物业业绩增速依旧较快：即便有疫情减租、地产下行的影响，整体业绩依旧有+30%的增长。

图表：央企与民企物业营业收入（亿元）及同比情况



图表：央企与民企物业归母净利润（亿元）及同比情况

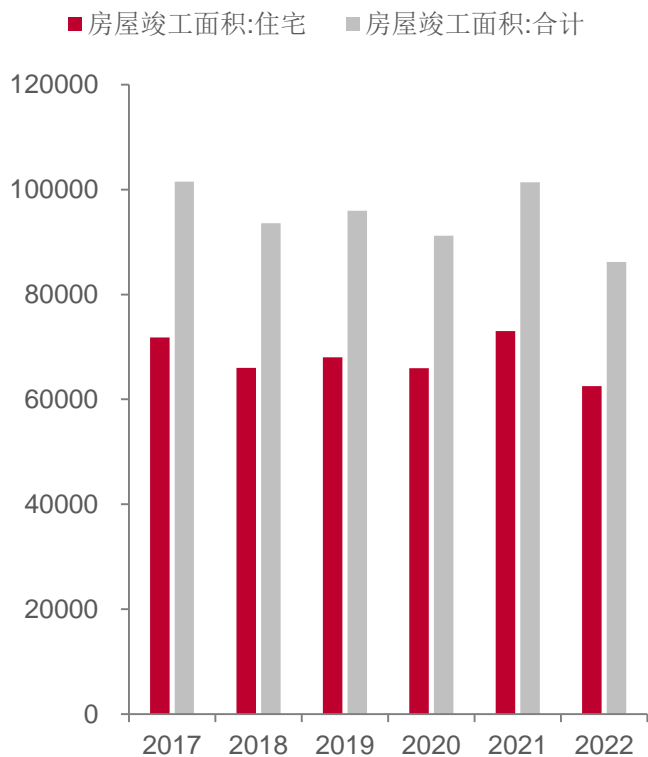


2.1 房屋交付放缓与并购降温让行业回归理性

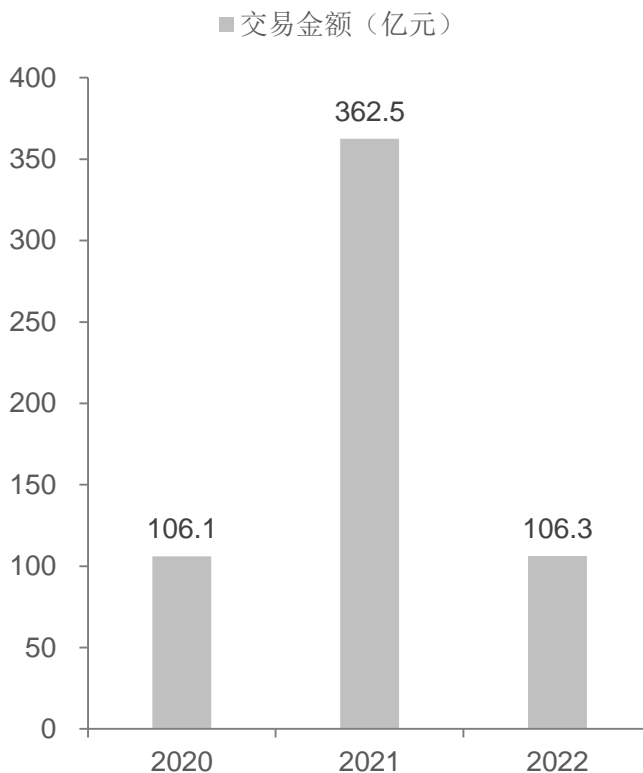
增量面积降速：房屋竣工交付峰值已过，每年接手面积开始放缓。

行业发展模式转变：并购潮褪去，资本助推行业加速进入市场化竞争阶段。

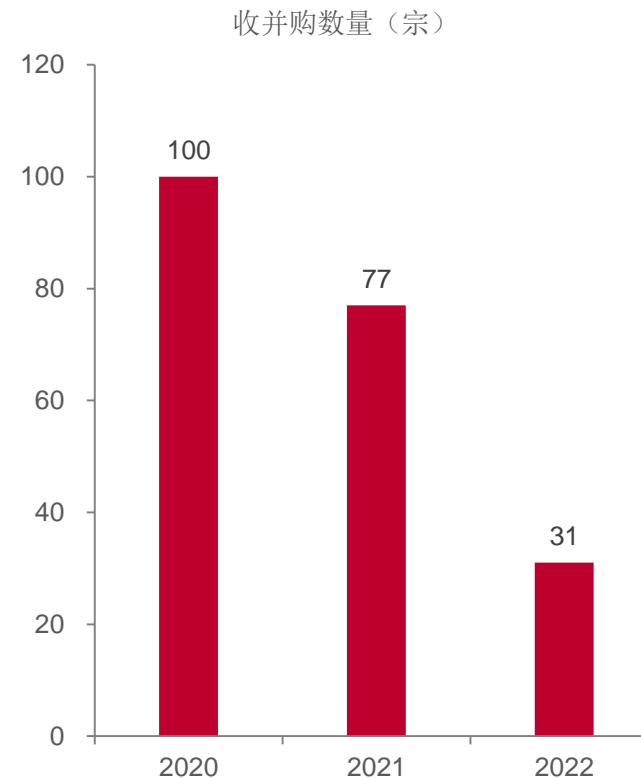
图表：房屋竣工面积已现颓势（万方）



图表：物业行业收并购交易金额



图表：物业行业收并购宗数

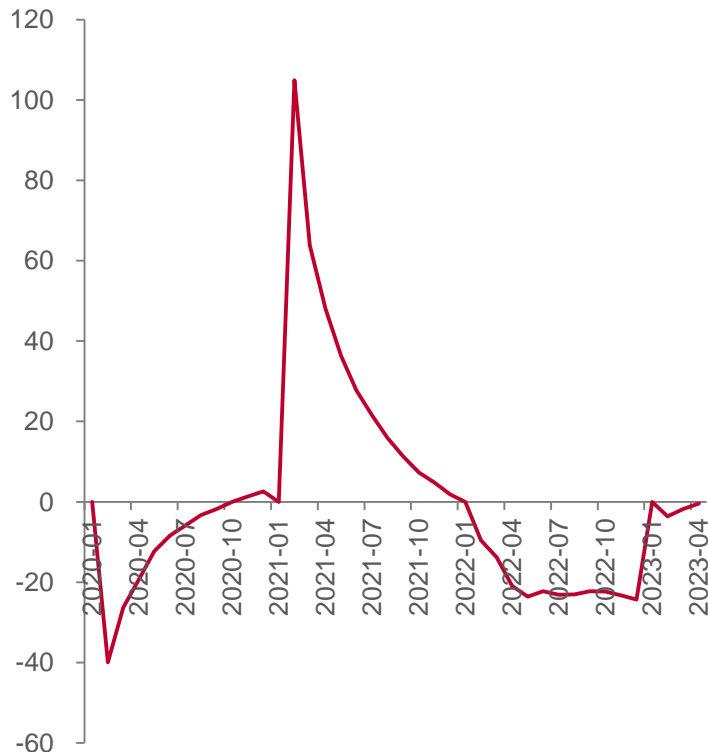


来源：WIND、国家统计局、中指研究院、中泰证券研究所

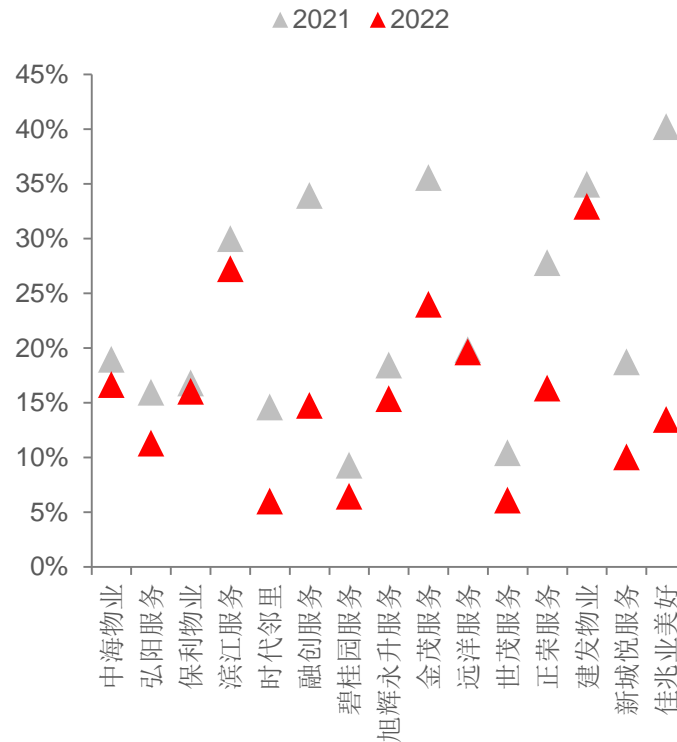
2.2 房企销售下行暴露关联业务风险

房地产关联业务收入及利润率均下行：物企非业主增值服务主要为售楼处案场服务及交付相关服务，随着地产周期下行，关联业务规模与盈利能力均受到影响。

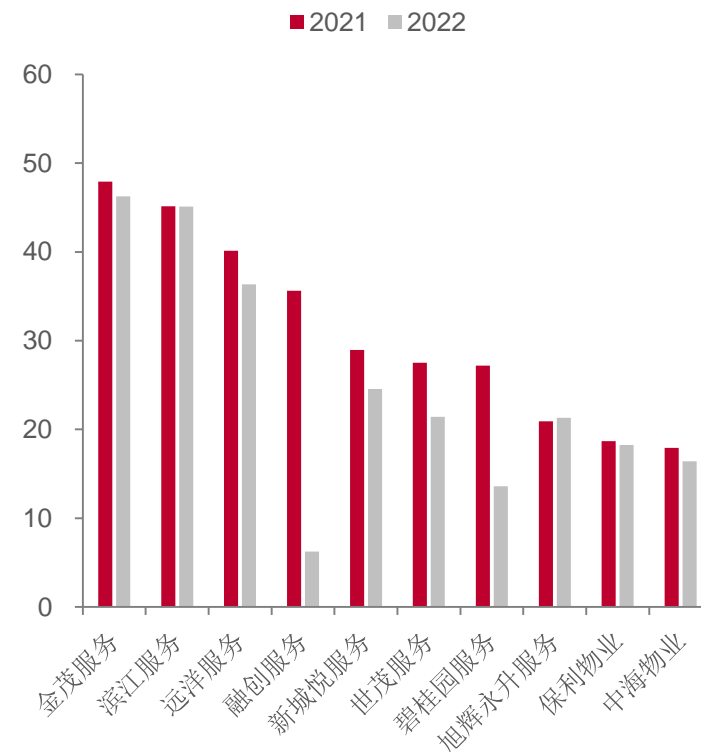
图表：全国商品房销售累计同比（%）



图表：2022年物企的房企关联收入占比情况



图表：物企非业主增值服务毛利率情况

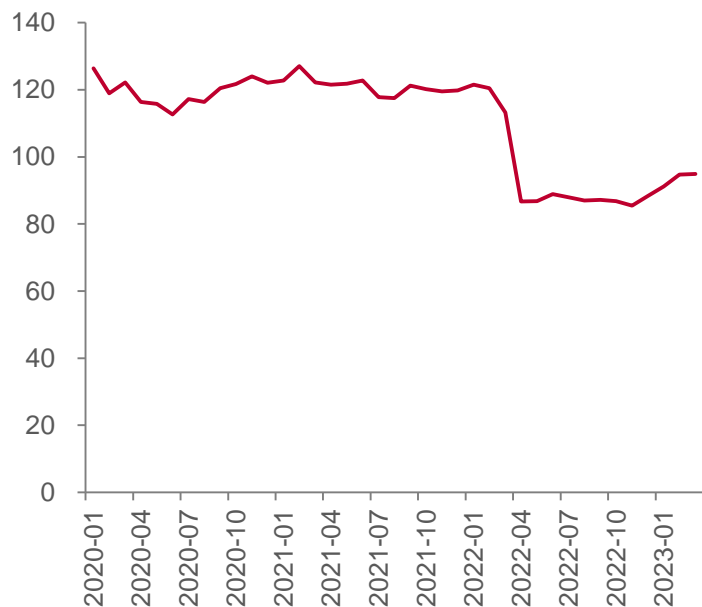


来源：WIND、国家统计局、中指研究院、中泰证券研究所

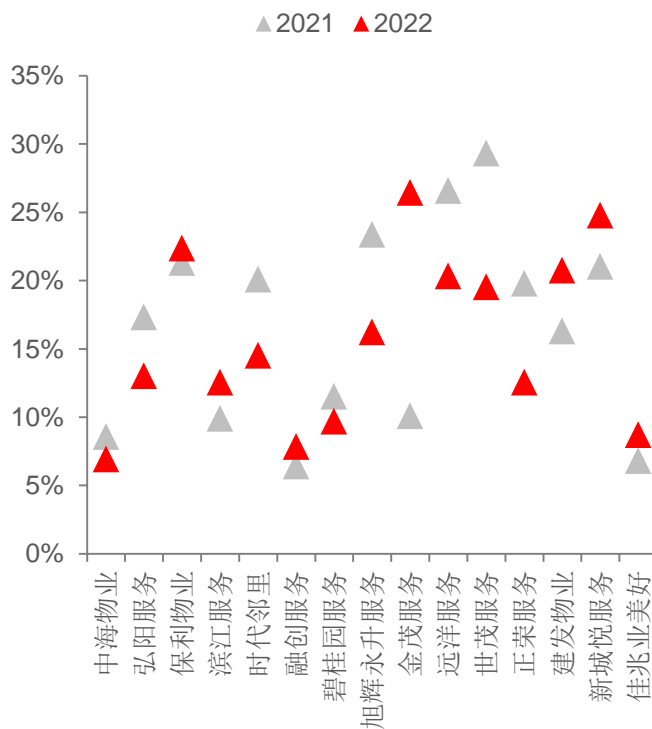
2.3 疫情致社区运营业务不及预期

消费受疫情抑制，物企社区增值业务受影响：物企社区增值服务业务在2022年受疫情反复影响，较多业务在规模扩张及投入成本上均遇到压力，反映到财报上为收入占比与毛利率的下降；此外，内部业务结构的变化也是利润率下行的原因，比如高毛利率的通道类业务受影响较大，而类似到家服务这种高频消费类、低毛利率的业务在特殊环境下得到较快的增长。

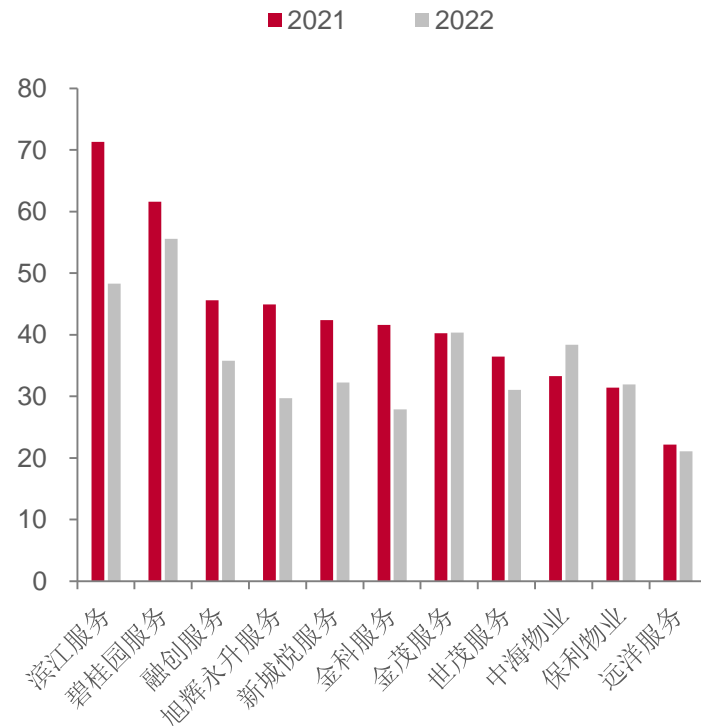
图表：中国:消费者信心指数(月)



图表：多数物企社区增值物业收入占比下降



图表：多数物企社区增值服务毛利率(%)下行



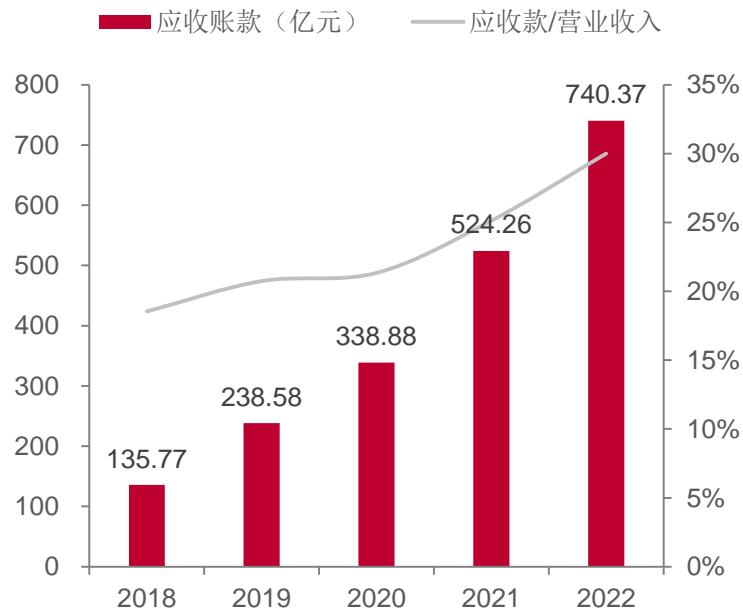
2.4 应收款周转天数增加与减值

应收款大幅增加有多方原因：1) 地产关联方应收款；2) toB端企业客户账期较长；3) 2022年末疫情导致收款工作受阻。

现金有所消耗：2020年行业较多公司集中上市带来现金的倍增，但随着收并购趋于谨慎，货币资金使用效率降低，同时应收款天数的拉长也会损失部分当期现金流流入。

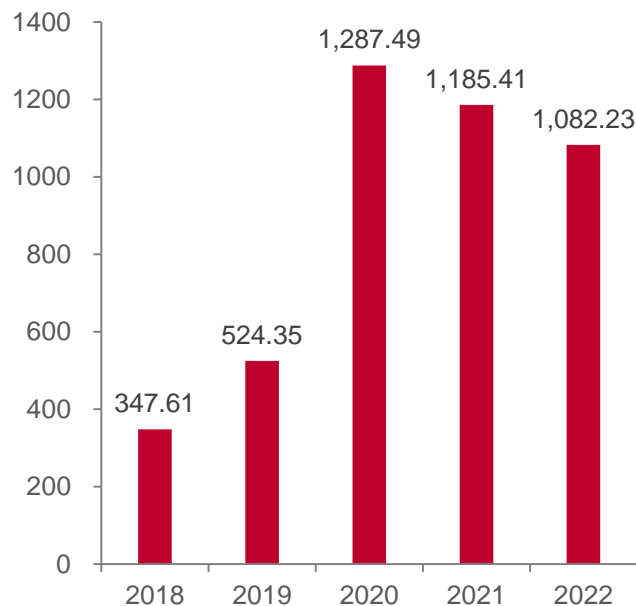
关联方应收款减值影响当期利润：部分出险房企背景的物企难以收回关联方相关的业务收入。

图表：物业板块应收款情况



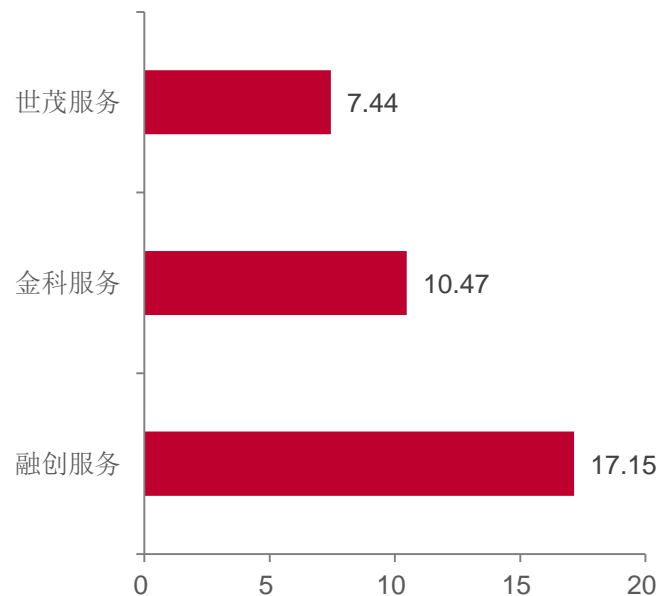
来源：WIND、各公司公告、中泰证券研究所

图表：物业板块整体在手货币资金情况 (亿元)



注：世茂服务为金融资产减值净额，主要为关联方及第三方的应收款、按金、其他应收款减值亏损

图表：部分物企2022年应收款减值准备 (亿元)

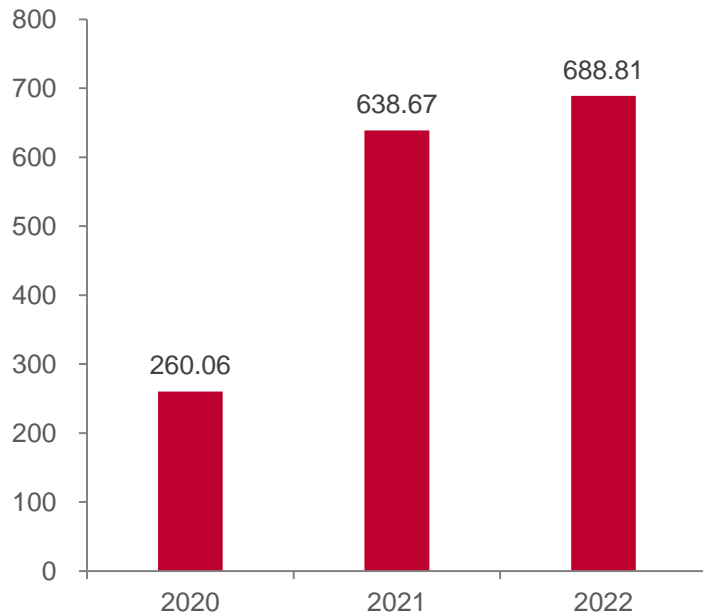


2.5 收并购“后遗症”影响业绩

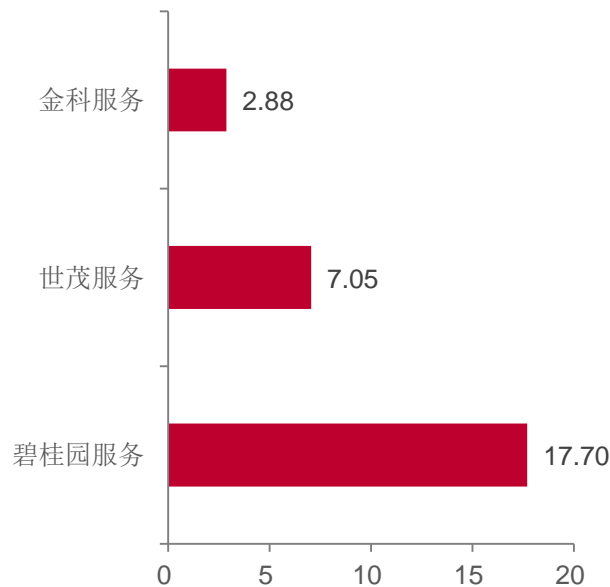
物企并购带来的无形资产摊销：物企收并购产生的无形资产——合同及客户关系及品牌等的摊销会影响当期利润，影响程度与并购规模和摊销期限相关。

并购产生的商誉存减值风险：部分物企在行业风口期以较高的估值进行并购，遭遇主客观因素带来的收入增速及利润率波动后，商誉易出现减值损失。

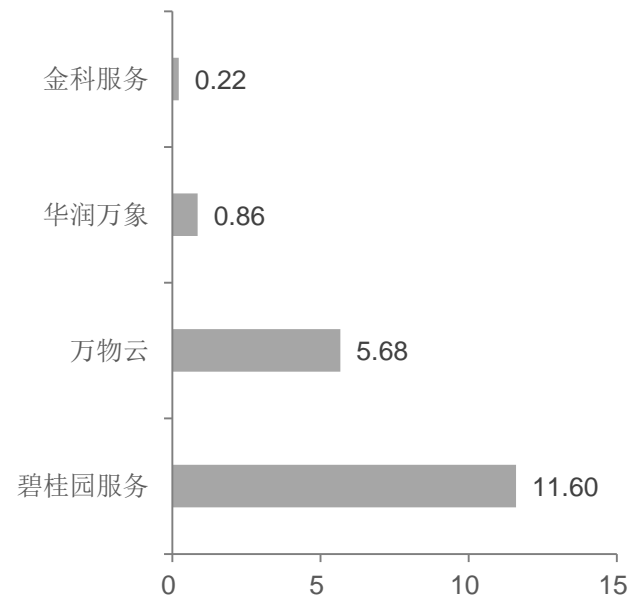
图表：2021年物业板块商誉大幅增加（亿元）



图表：部分物企2022年商誉减值情况（亿元）



图表：部分物企2022年无形资产摊销金额（亿元）



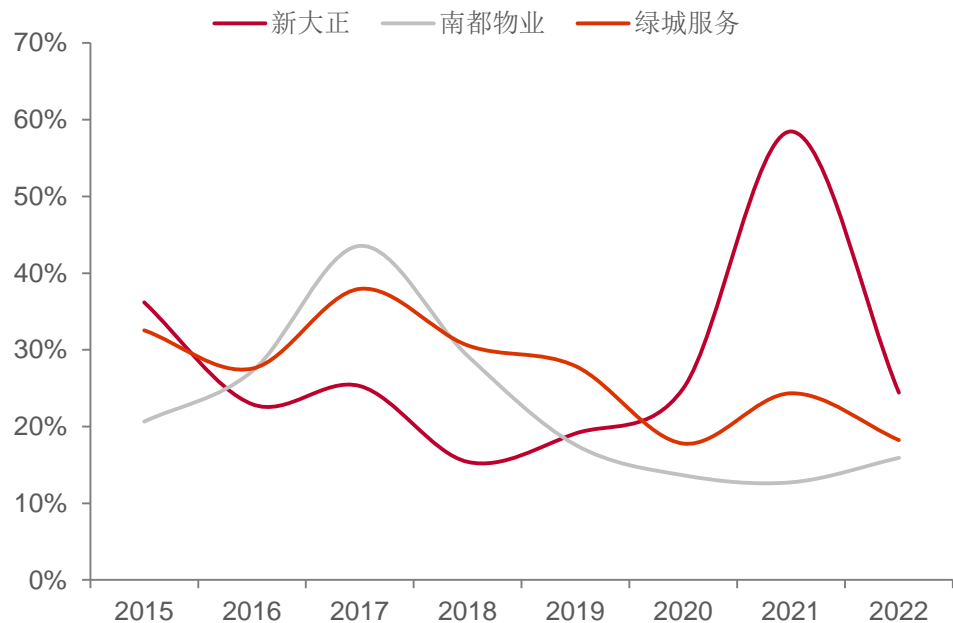
来源：各公司公告、中泰证券研究所

探讨物业公司常态下的收入业绩增速区间

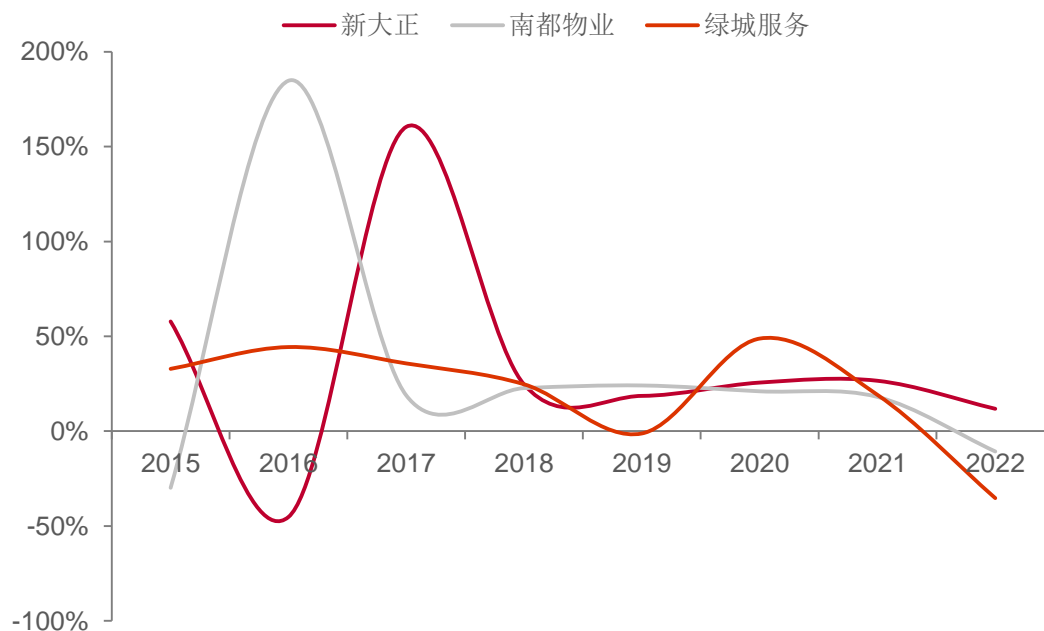
市场化较高的物业公司历史收入增速在20-40%之间：由于有开发背景的物企及近年上市的物企凭借关联方交付及并购带来外延增长，仅考虑行业内生属性看，第三方物业过去8年收入增速集中在20-40%附近。

业绩随经济周期波动：物业作为服务性行业，会受经济周期的影响，但整体上扣除非经常性项目，市场化较高的物业业绩水平会保持在一个较为稳定的区间。

图表：第三方背景物企营业收入增速情况



图表：第三方背景物企归母净利润增速情况

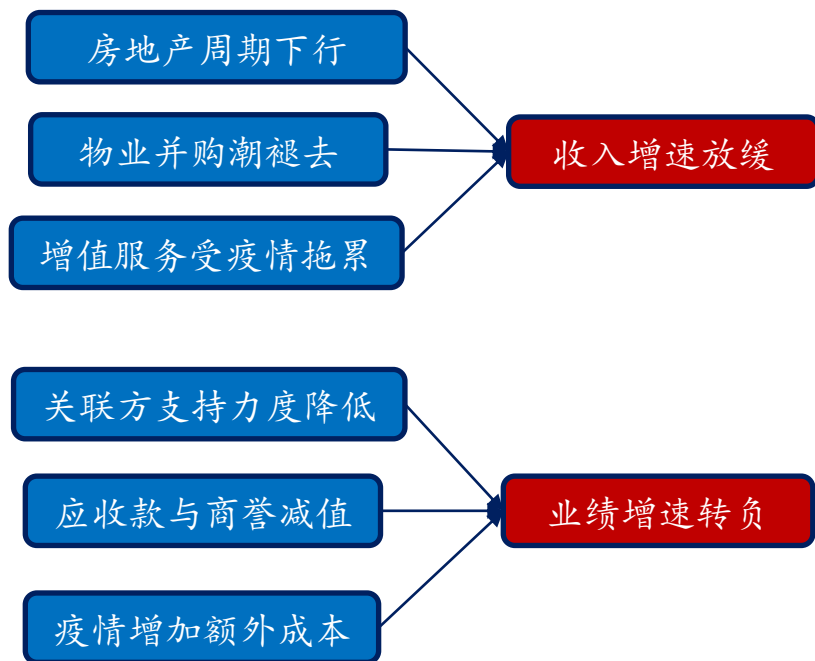


物业板块总结与展望

多因素共振致2022年物业板块调整：地产下行与疫情除了带来关联业务收入上的影响，间接也会带来一些附属性质的业务上的萎缩和成本上升；同时，地产端及消费端的压力也会传导到物业日常经营层面带来冲击，形成减值或丢盘。

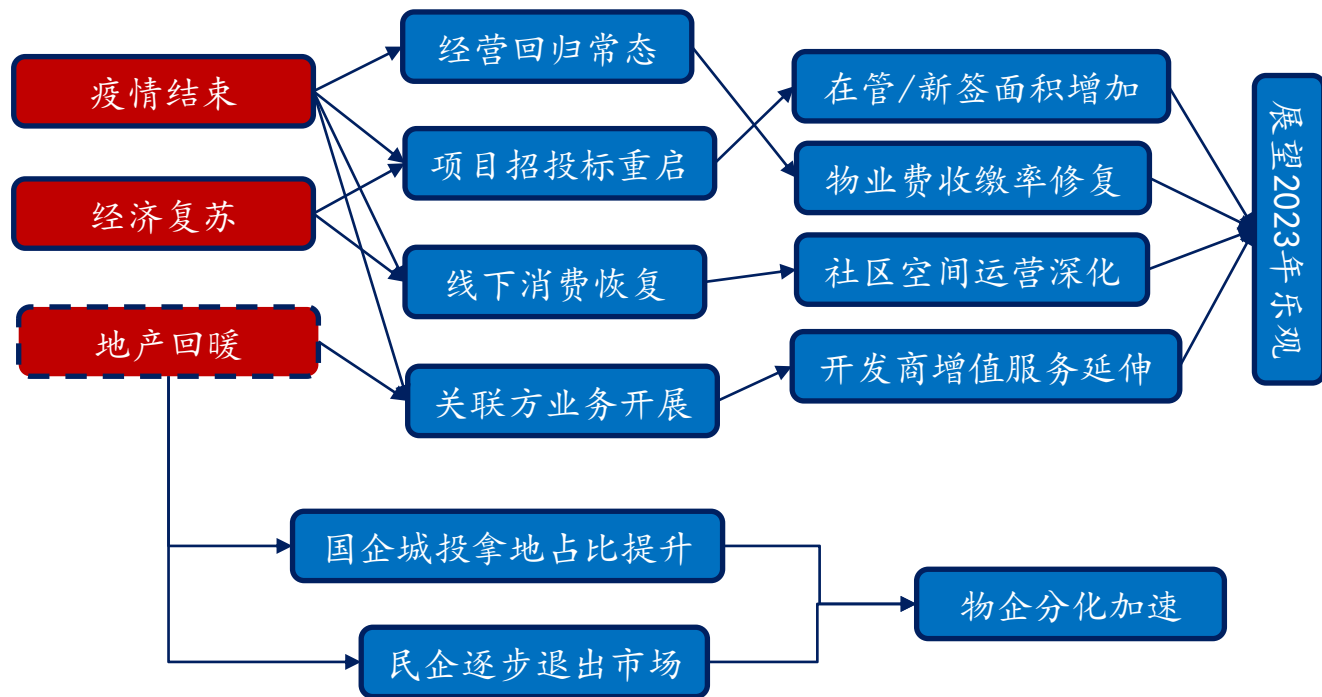
2023年板块有望复苏：外部影响因素逐渐淡化，内部发展转向市场化。房地产下行趋势收窄及房企信用风险缓释，同时疫情冲击大概率结束。

图表：物业板块收入与业绩表现归因



来源：中泰证券研究所

图表：物业板块未来展望





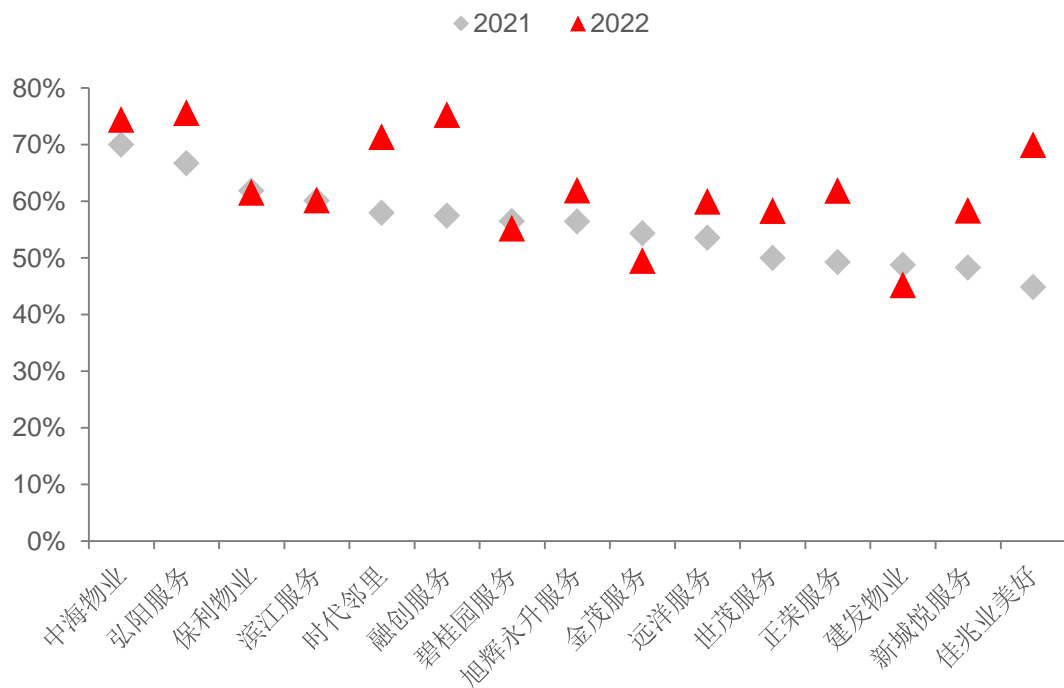
3

行业多维度正在发生的变化

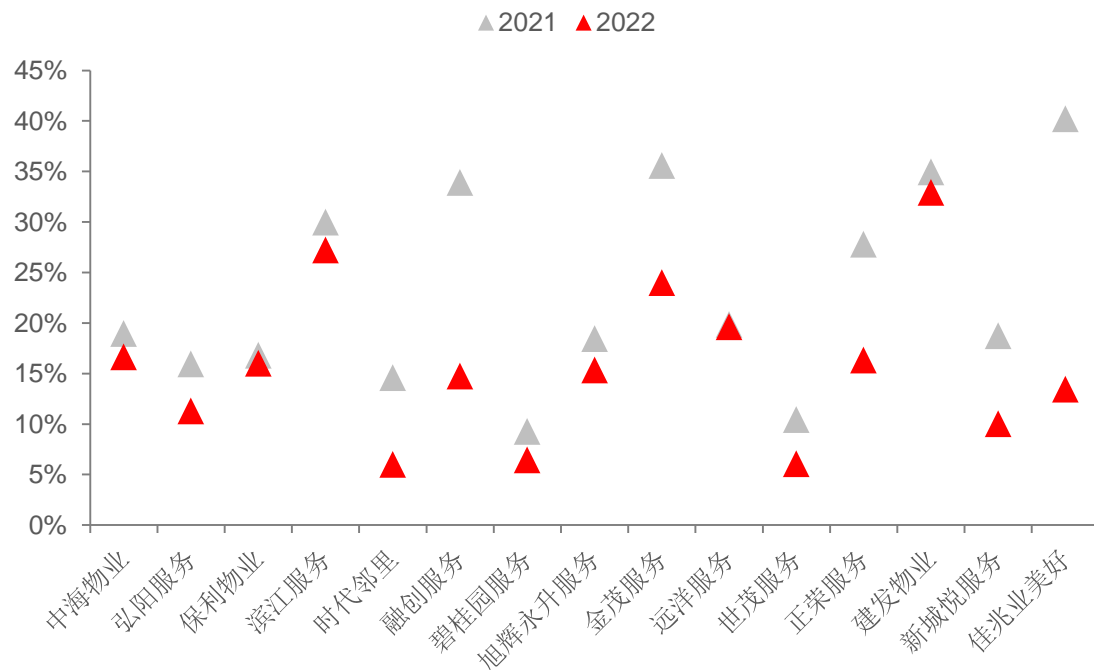
3.1 地产关联业务持续压缩

基础物业收入占比提升的同时，关联业务收入占比下降：一方面，我们看到物业公司来自自身永续性物业服务业务的收入占比在2022年出现提升；另一方面，非业主增值服务业务收入呈现出缩量趋势，物业板块脱离地产周期的属性得到增强。

图表：样本物业公司基础物业业务收入占总收入比例情况



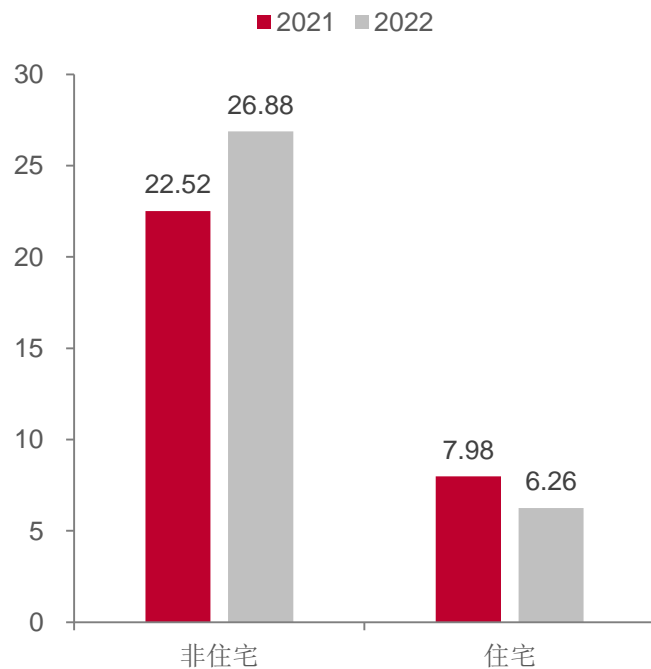
图表：样本物业公司非业主增值服务收入占总收入比例情况



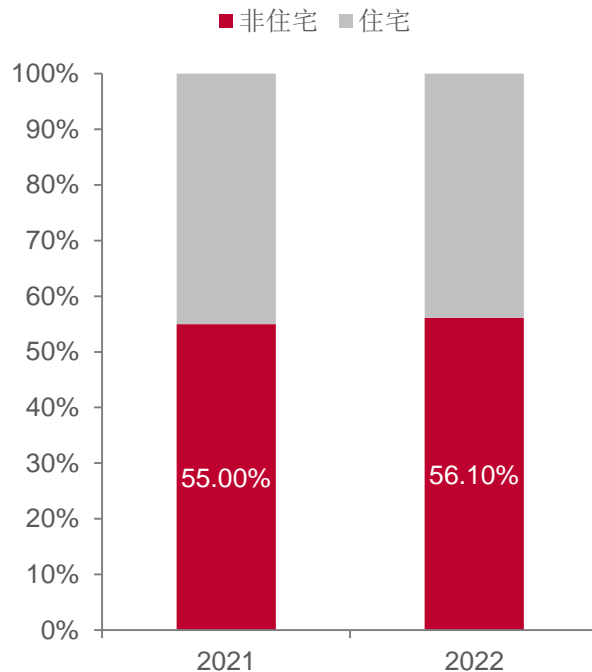
3.2 非住宅业态填补住宅市场的缺口

非住宅物业在新增合同及在管面积中的占比提升：虽然住宅开发总量有见顶趋势，但非住宅物业领域依旧是蓝海市场，每年有持续新建非住宅物业交付，存量项目如政企将后勤部门市场化、非核心职能部门外包，此外非住宅物业市场化程度高，头部企业也更容易通过公开市场招投标获得项目。

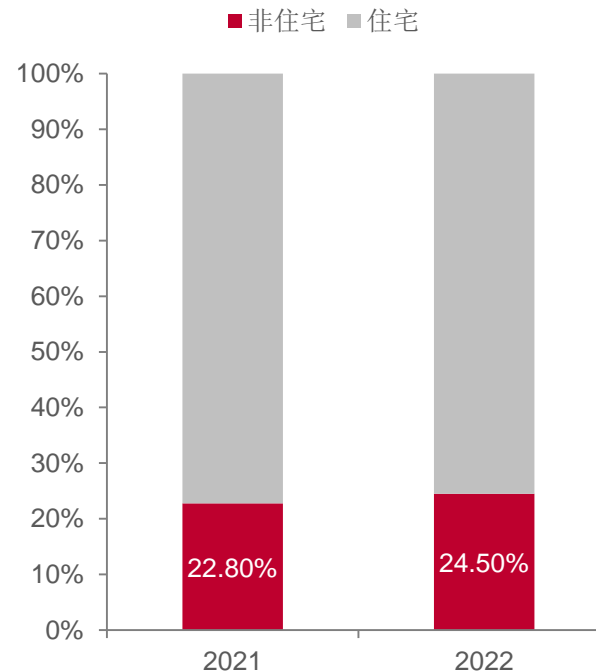
图表：招商积余新增外拓年化合同额情况（亿元）



图表：保利物业在管面积业态占比情况



图表：中海物业在管面积业态占比情况

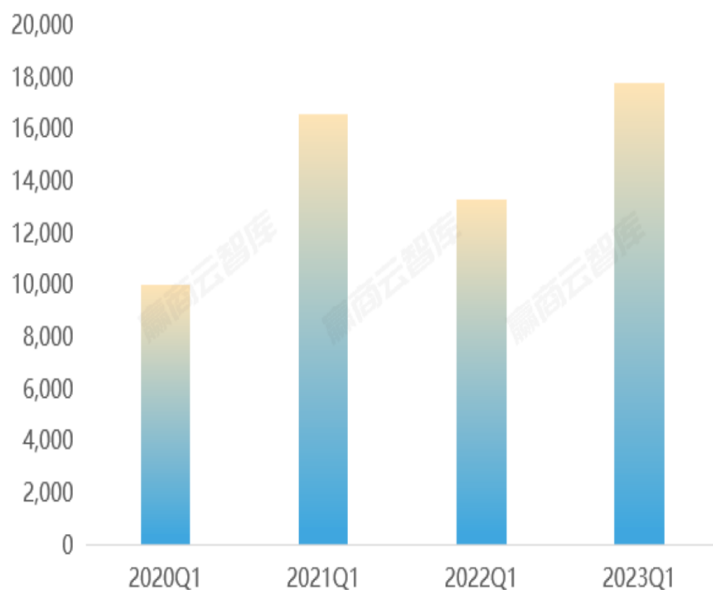


3.3 商业复苏对商管板块带来修复

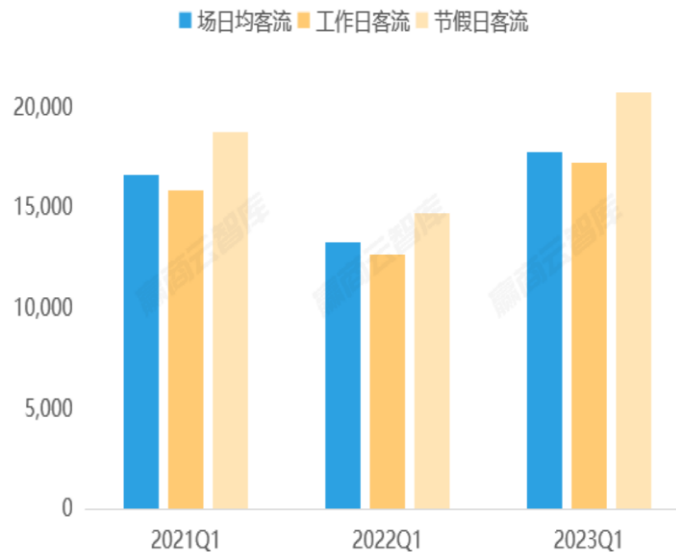
2023年Q1商业复苏迹象明显：疫情常态化管理后，线下商业消费的复苏有助于物业经营者实现经营指标的改善。

部分房企/物业2022年对租户减租影响短期业绩：部分企业在2022年对商户减租带来的非经常性损失，这部分在2023年有望修复。

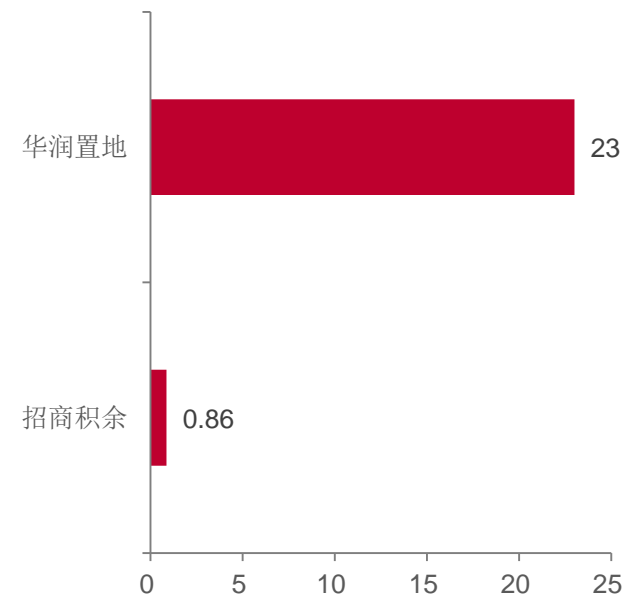
图表：样本购物中心客流情况（万人 /日）



图表：样本购物中心分业态客流情况（万人 /日）



图表：部分公司2022年减免租金情况（亿元）

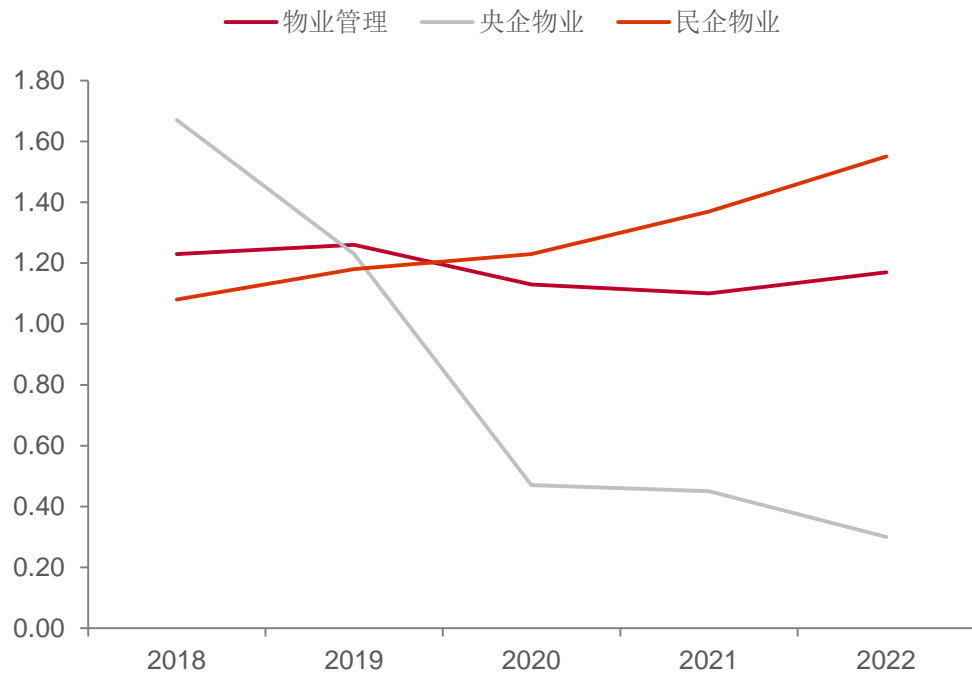


来源：赢商网、各公司公告、中泰证券研究所

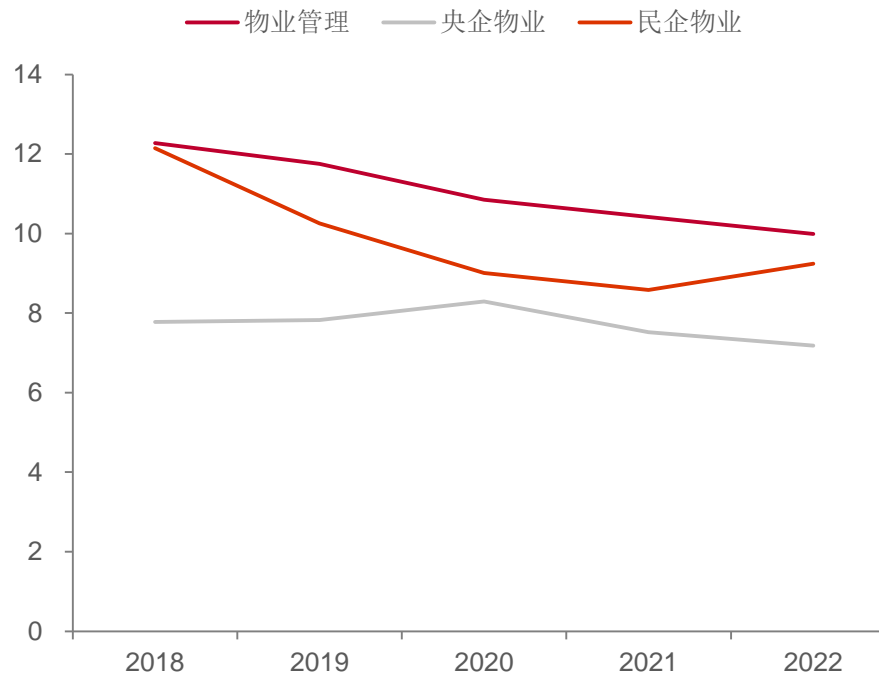
3.4 内控持续优化，央企较为显著

精益化管理提升空间较大：物业行业整体经营较为粗放，考虑到人力成本主导，管理上的优化、科技的投入、中层下放至一线、乃至项目密度提升带来的中后台规模效应等，都可以有效改善与摊薄管理上的成本，考虑到当前行业依旧在快速成长期、单城市项目密度较稀疏，后续依旧有提升空间。

图表：物业板块公司销售费用率情况（%）



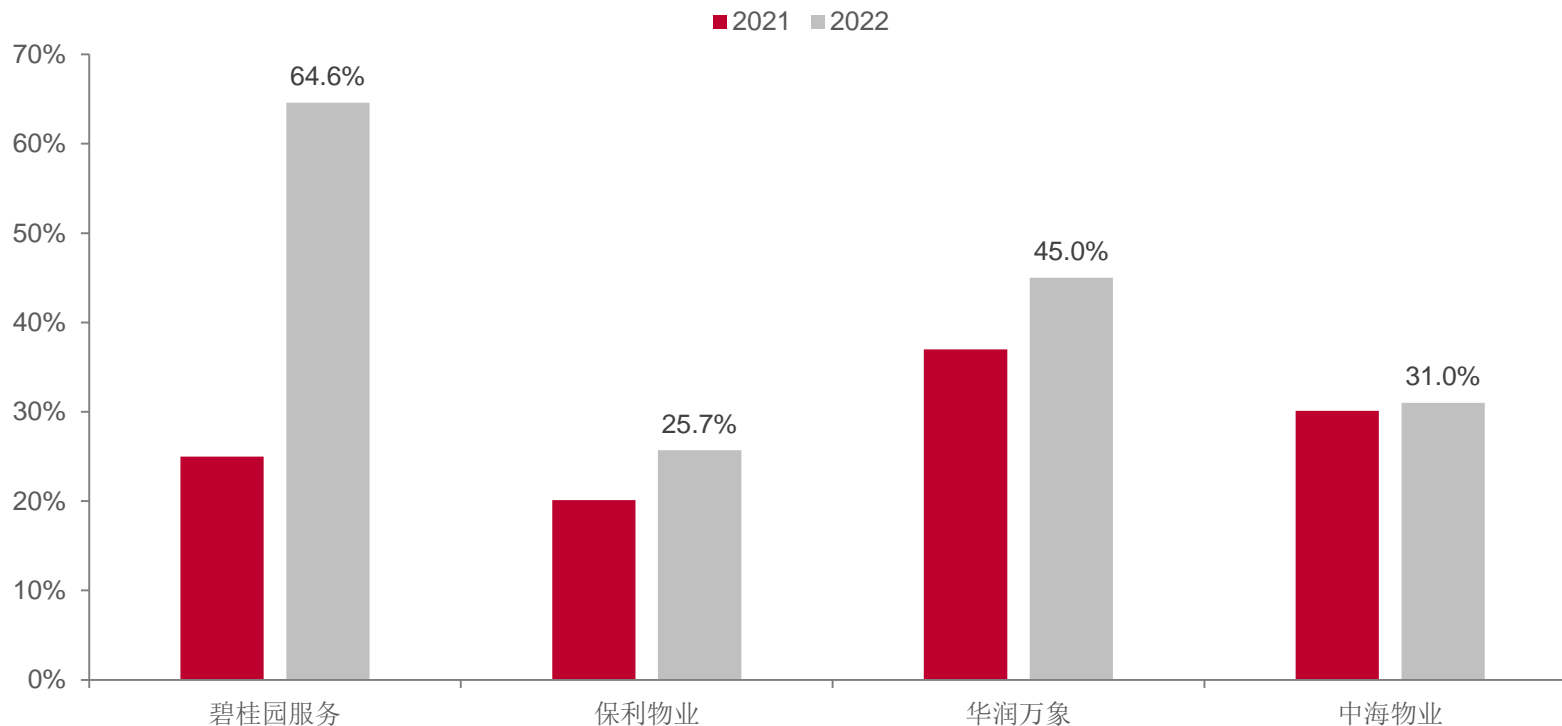
图表：物业板块公司管理费用率情况（%）



3.5 提高分红回馈股东

行业扩张进入稳态，高分红彰显价值：并购潮褪去后，在手现金可以更多用于回馈股东，同时也可以体现出物业行业所处轻资产赛道现金奶牛属性的价值。

图表：部分大型物业公司派息率情况





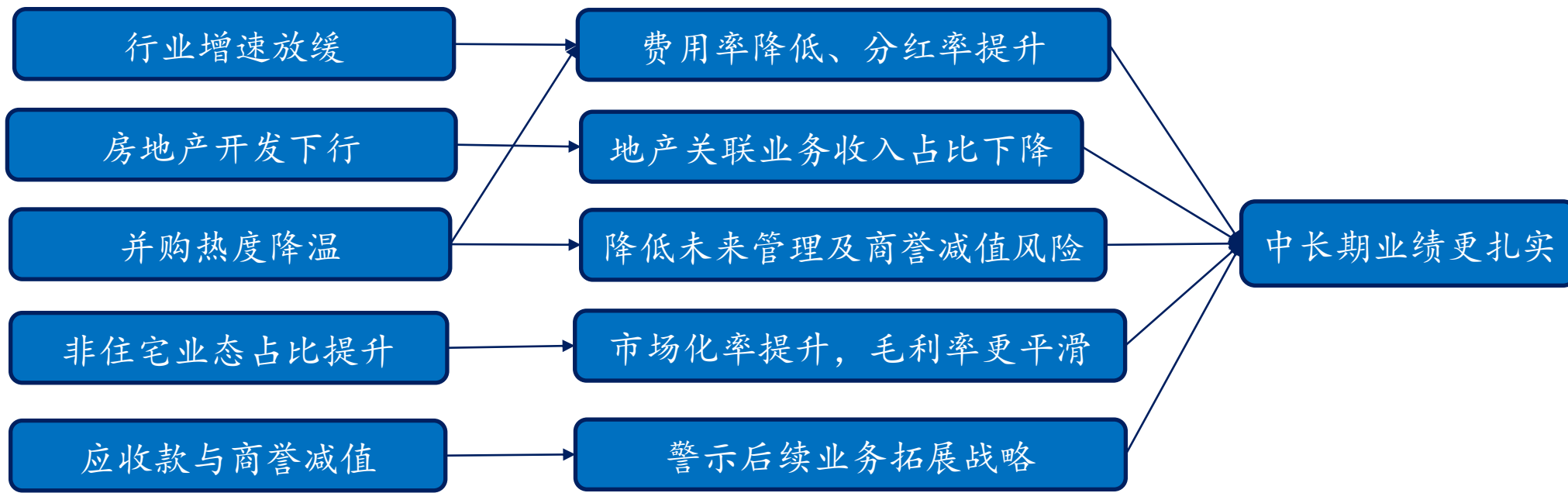
4

去伪存真，磨炼后物业股价值更胜

去伪存真，磨炼后物业股价值更胜

脱离房地产和资本加持，物业股业绩显露本色：过去几年在开发商支持和资本的主推下，部分物业公司取得了超过正常经营均值的增速，随着突如其来的地产周期下行与疫情，增速又快速回落。但这也让我们看到不借助开发商与资本，行业的内生增长依然稳健，制度在不断健全，生态在持续完善，建立在此基础上企业的增长逻辑与业绩表现更具持续性。

图表：物业行业正由粗放增长转变为高质量增长



投资建议

增速下行表象的背后是行业价值观的重塑：过去几年部分公司在开发商支持和资本助推下取得惊人的增速，随着潮水退去光明不再，而靠内生增长的公司业绩依然稳健；同时行业制度在不断健全，行业生态在持续完善，市场也开始认识到物业公司修炼自身内功才是长久之道，建立在此基础上企业的增长逻辑与业绩表现更具持续性，优质公司在物业赛道上值得长期看好。

投资建议：物业行业依旧是个好赛道，短期因外部因素影响造成板块触底，不改中长期行业的成长性及稳定性。从投资角度看，央国企背景的物企在强势开发商的支持下有望保持原先的业绩承诺：**推荐中海物业、华润万象生活、招商积余、保利物业**，同时看好优质物业在行业筑底后有更高的向上弹性：**推荐绿城服务、新大正，建议关注万物云、越秀服务、滨江服务、建发物业、新城悦服务。**

重点推荐标的盈利预测及估值表

| 简称 | 股价 | EPS | | | | PE | | | | 评级 |
|--------|-----------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|----|
| | (人民币元/港元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 华润万象生活 | 39.9 | 0.97 | 1.28 | 1.67 | 2.16 | 37.4 | 28.4 | 21.7 | 16.8 | 买入 |
| 保利物业 | 40 | 2.01 | 2.62 | 3.26 | 3.87 | 18.1 | 13.9 | 11.2 | 9.4 | 买入 |
| 中海物业 | 8.2 | 0.39 | 0.51 | 0.66 | 0.85 | 19.1 | 14.6 | 11.3 | 8.8 | 买入 |
| 招商积余 | 15.05 | 0.56 | 0.74 | 0.92 | 1.13 | 26.9 | 20.3 | 16.4 | 13.3 | 买入 |
| 新大正 | 15.31 | 0.81 | 1.35 | 1.8 | 2.15 | 18.9 | 11.3 | 8.5 | 7.1 | 买入 |

风险提示

- **1、房地产行业竣工低于预期：**当前销售面积与竣工面积剪刀差依然未填补，由于当前融资持续收紧，施工进度或低于预期，导致竣工低于预期，从而减缓行业在管面积增量的增速；
- **2、房地产市场销售低于预期：**受行业景气度下行及资金监管收紧影响，商品房销售受抑制，若行业销售持续萎靡，或影响围绕开发商相关的非业主增值服务的业务拓展及收入。
- **3、物业费市场化进度低于预期：**当前物业管理费有部分放开趋势，但从市场化程度来看，依然处在初级阶段，若长期受管控，叠加不断提升的成本，将对基础物业服务毛利率水平产生一定的抑制；
- **4. 物管业务行业渗透率提升不及预期：**本报告较多预测给出了行业渗透率提升的判断，但存在物业全覆盖政策落地进度低于预期，最终导致行业面积增速低于预期的风险。
- **5. 研报信息使用不及时风险：**本报告基于历史数据编写，存在数据引用不及时，未能就最新情况进行解读造成的偏差风险。
- **6. 数据测算偏差风险：**1) 数据分析样本存在主观筛选，可能导致结果与行业实际情况存在偏差风险；2) 行业数据测算均基于一定前提假设条件，存在实际达不到，不及预期的风险。

| | 评级 | 说明 |
|--|----|----------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | 增持 | 预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来6~12个月内相对同期基准指数跌幅在10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | 中性 | 预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来6~12个月内对同期基准指数跌幅在10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的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。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。