

# 资源禀赋分化，经营和服务价值逐步兑现

——物业行业 2023 年中期策略

## 核心观点

- **22 年上市物企业绩表现整体不佳，应收账款和商誉减值风险开始显现。**22 年上市物企营业收入增速收窄，归母净利润首次出现下滑，央国企表现相对更加稳健。地产下行和疫情影响下非业主增值和社区增值服务业务发展受限，基础物业服务体现较高韧性，营收和毛利占比均提升。物企盈利能力整体下滑，企业间毛利率差异有所减弱。关联房企风险尚未完全化解、收并购标的投后整合不及预期，导致上市物企应收账款和商誉减值风险集中暴露，进一步侵蚀利润表。
- **管理规模扩张放缓，资源和能力形成分化。**新房交付减少、收并购降温、利润率要求下退盘增加以及疫情影响市拓和项目进场节奏等因素，导致上市物企管理规模增速放缓，合约在管比连续下降。物企走向高质量发展阶段，央国企和稳健民企经营优势凸显：（1）地产销售弱复苏、强分化，强信用房企仍能为关联物企提供稳定而优质的增量资源；（2）外拓成主要增长来源，存量外拓项目占比提升，品牌美誉度高、成本管控能力强的优质物企竞争优势增强；（3）收并购降温，央国企活跃度提升，瞄准优质标的实现区域补强、多业态布局；（4）头部物企管理密度较高，期望通过集中化策略强化成本和品牌优势，改善物业项目盈利模型，打造区域性壁垒。
- **多经业务发展路径渐明，深耕优势赛道、聚焦能力打造。社区增值服务：**物业公司发展社区增值服务受政策支持，但基于局部案例的高增长和高毛利难以持续，物企试错后能力边界逐渐明晰，转而聚焦优势赛道的能力建设，提高重点服务类型的覆盖率和复购率。**城市服务：**竞争格局优秀、市场仍有增长空间，规模较大、体系完善的头部物企转型城市管家路径顺畅，营收保持高速增长，但盈利能力相较环卫公司仍需提升。**IFM：**业务成长性和护城河兼具，市场潜力加速释放，率先建立起前端专业服务能力、中后台基础设施支持并占据头部客户资源的物业公司将具有先发优势，有望引领行业格局。**商管：**较物管更具成长属性，随着外部环境改善消费缓慢复苏，市场有望保持持续增长。商管市场的进入壁垒更高，龙头公司在资源和能力上的多年培育能够形成稳固的领导地位，行业头部效应将持续演绎。

## 投资建议与投资标的

- **物管的核心逻辑从判断公司的成长性转为研究公司在项目服务生命周期中赚取稳定现金流的能力。**物业高增长时代已过，但快速扩张导致项目质量良莠不齐的影响仍在，物企盈利能力普遍承压，收并购带来的商誉减值风险开始显现。关联方信用风险仍未完全化解成功，非业主增值服务成长性不足，关联方应收账款减值引起利润表阵痛。内忧外患下板块成长信心不足，估值持续调整。但长期来看物业行业轻资产、现金流稳定、利润可见性高的优势依然存在，行业集中度较低的格局未变，优质物业公司仍有望保持稳定增长的业绩和较高的投资价值。

**行业回归高质量稳步发展的轨道，看好央国企、优质混合所有制物企及民企长期业绩增长和市占率提升。**经营稳健、管理能力强、关联方支持持续的央国企体现相对优势，推荐保利物业(06049，买入)、招商积余(001914，买入)，建议关注中海物业(02669，未评级)、建发物业(02156，未评级)、越秀服务(06626，未评级)。业务独立性强、品牌美誉度高、减值风险小的优质混合所有制物企和民企有望在市场化竞争中进一步兑现经营和服务价值，推荐万物云(02602，买入)、新大正(002968，买入)，建议关注绿城服务(02869，未评级)。商管赛道成长性较好、头部效应突出，看好龙头公司优势进一步扩大，推荐华润万象生活(01209，买入)。

## 风险提示

- **关联房企信用风险暴露。**多经业务发展具有不确定性。盈利能力进一步恶化。资产和信用减值的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

房地产行业

报告发布日期

2023 年 06 月 13 日



证券分析师

证券分析师 赵旭翔

zhaoxuxiang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070001

证券分析师 吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020003

香港证监会牌照：BQJ931

联系人

联系人 张续远

zhangxuyuan@orientsec.com.cn

联系人 李睿

lirui1@orientsec.com.cn

相关报告

- 百强销售同比增幅收窄，强信用房企保持相对优势：——2023 年第 22 周地产周报 2023-06-05
- 5 月首二套房贷利率差进一步扩大，集中供地热度持续分化：——2023 年第 21 周地产周报 2023-05-29
- 景气回落，政策仍需等待：——2023 年第 20 周地产周报 2023-05-23

## 目录

1. 物管行情回顾：阶段性回升与持续性调整，板块信心仍待修复 .....	5
2. 业绩复盘：营收增速回落，盈利能力下滑 .....	8
2.1. 收入增速收窄，净利润下滑 .....	8
2.2. 毛利率整体下滑，差异减弱 .....	9
2.3. 地产关联交易出清，业务独立性提升 .....	10
2.4. 应收账款和商誉减值风险开始显现 .....	11
2.5. 精益管理有望推动费用率持续下降 .....	12
3. 基础服务：扩张放缓，禀赋分化 .....	13
3.1. 在管面积增速放缓，第三方和非住占比提升 .....	13
3.2. 地产销售分化，强信用关联方优势传导 .....	14
3.3. 外拓短兵相接，存量竞争凸显品牌价值 .....	15
3.4. 收并购降温，央国企活跃度上升 .....	17
3.5. 提升项目密度，期望打造区域性壁垒 .....	18
4. 多经业务：价值回归，路径渐明 .....	19
4.1. 社区增值服务：从全到优，聚焦优势赛道的能力建设 .....	19
4.2. 城市服务：头部物企积极转型城市管家，但能力仍需提升 .....	21
4.3. IFM：高成长潜质蓝海赛道，先发物企有望占据优势 .....	23
4.4. 商管：复苏势头良好，消费 REITs 助力商管价值兑现 .....	24
投资建议 .....	26
风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1：恒生物业服务及管理指数及相关指数表现复盘（2021 年 1 月=100）	5
图 2：上市物企分类型估值比较（PE-TTM）	7
图 3：大型物业公司估值比较（PE-TTM）	7
图 4：Top40 上市物企 2018-2022 年平均营业收入及增速	8
图 5：Top40 上市物企 2018-2022 年平均归母净利润及增速	8
图 6：2018-2022 主要业务收入占总营收比重变化	8
图 7：2018-2022 主要业务毛利占总毛利润比重变化	8
图 8：分企业性质平均营业收入（亿元）及增速对比	9
图 9：分企业性质平均归母净利润（亿元）及增速对比	9
图 10：分企业性质 2018-2022 年平均净利率对比	9
图 11：Top40 上市物企 2018-2022 年平均毛利率与净利率	10
图 12：Top40 上市物企 2018-2022 年各项业务平均毛利率	10
图 13：央国企与民企及混合所有制物企毛利率对比	10
图 14：不同收入体量上市物企毛利率对比	10
图 15：TOP40 上市物企平均非业主增值服务收入及增速	11
图 16：TOP40 上市物企非业主增值服务收入及毛利占比	11
图 17：Top40 上市物企平均应收账款与周转天数	11
图 18：央国企与民企及混合所有制应收账款周转天数比较	11
图 19：2022 年大中型上市物企非业主增值服务营收占比与应收账款周转天数	12
图 20：2021-2022 年大中型上市物企商誉占总资产比例	12
图 21：Top40 上市物企平均管理费用及费用率	13
图 22：不同收入体量上市物企管理费用率对比	13
图 23：TOP40 上市物企平均在管面积及增速	13
图 24：TOP40 上市物企平均合约面积及合约在管比	13
图 25：分企业性质在管面积规模（亿 $\text{m}^2$ ）及增速对比	14
图 26：分企业性质合约面积规模（亿 $\text{m}^2$ ）及增速对比	14
图 27：TOP40 上市物企第三方和非住宅在管面积占比变化	14
图 28：分企业性质第三方在管面积占比比较	14
图 29：TOP10 上市物企 22Q2-23Q1 新增合约面积中外拓占比	16
图 30：克而瑞月度物企外拓总面积（万方）及头部物企（TOP8）占比	16
图 31：2018-2022 上市物企披露收购金额及数量	17
图 32：2021-2022 上市物企披露并购交易金额及占比	17
图 33：2020-2022 年上市物企单城市在管面积（万方）	18
图 34：2020-2022 年上市物企单城市在管面积（个）	18

图 35: TOP40 上市物企社区增值服务毛利率及收入增速	19
图 36: TOP40 上市物企社区增值服务营收及毛利占比	19
图 37: 近十年社区增值服务业务主要发展变化情况	19
图 38: 全国城乡社区事务财政支出细项 (亿元)	21
图 39: 社区管理事务支出有望推动城市服务市场继续增长	21
图 40: 部分上市物企 2022 年城市服务收入及增速	22
图 41: 主流物业和环卫公司 2022 年城市服务毛利率对比	22
图 42: 万物梁行物业及设施管理全场景服务内容	23
图 43: 万物云对单一客户 A 的业务/区域跟随	23
图 44: 我国非住宅物业在管面积及预测	23
图 45: 我国 IFM 市场规模及预测	23
图 46: 中国商管服务市场总在管面积及预测 (百万 m <sup>2</sup> )	24
图 47: 我国商管服务市场总收入及预测	24
图 48: 部分物企 22 年商管业务收入及增速	25
图 49: 部分物业 21-22 年商管业务毛利率	25
图 50: 今年以来全国社会消费品零售总额缓慢修复	25
表 1: 主要上市物企及其关联房企涨跌幅汇总 (截至 2023/6/9)	5
表 2: 上市物企按 22 年营收体量分为 3 类	7
表 3: 港股上市物企停牌情况汇总	7
表 4: 2023 年 TOP20 房企 1-5 月销售情况	15
表 5: 部分省市业委会组建率目标	17
表 6: 2022 年部分央国企披露并购事项	18
表 7: 部分头部物业公司社区增值业务发展战略	20
表 8: 社区增值服务部分支持政策	20
表 9: 部分物业公司 IFM 业务的主要服务内容和客户类型	24

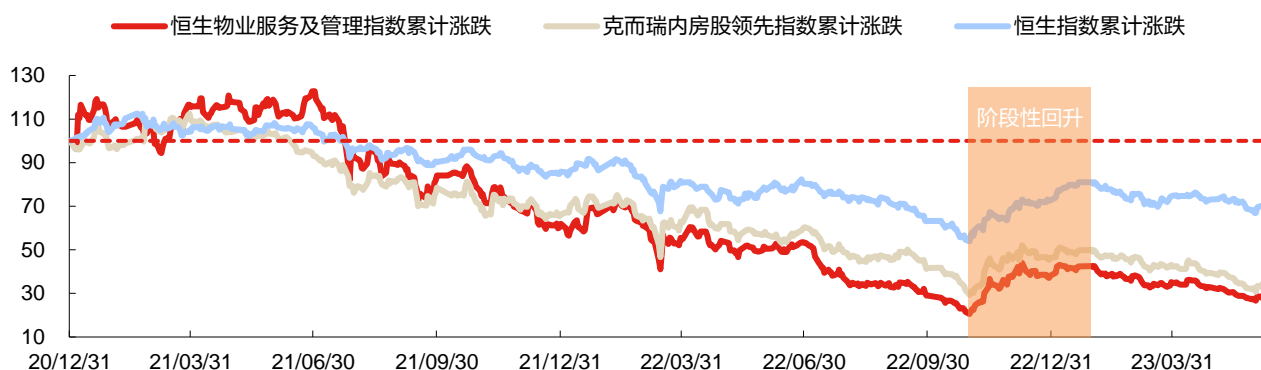
## 1. 物管行情回顾：阶段性回升与持续性调整，板块信心仍待修复

22 年以来物业板块持续调整，走势与开发板块趋同且跌幅更深。物业板块估值自 21 年 7 月开始急速回落，并在 22 年持续调整。恒生物业服务及管理指数于 22 年 10 月末跌至低点，较 21 年初下跌 79%，较 22 年初下跌 67%；同期克而瑞内房股领先指数较 21 年初下跌 71%，较 22 年初下跌 56%。物业板块呈现与开发板块高度趋同的走势，且调整幅度更深。

22 年最后两个月房企融资支持政策频出和疫情防控优化，强政策预期下开发板块带动物业板块估值阶段性回升，且前期跌幅较深的物业板块反弹更加强势。截至 23 年 1 月末，恒生物业服务及管理指数较 22 年 10 月末上涨 104%，同期克而瑞内房股领先指数上涨 67%。

尽管春节以来商品房销售经历一波超预期复苏，但持续性略有不足，地产基本面仍处于缓慢修复的态势，强预期较难兑现，因而 23 年 2 月以来开发板块和物业板块重回调整的通道。截至 6 月 9 日，恒生物业服务及管理指数较 22 年 10 月末涨幅收窄至 43%，同期克而瑞内房股领先指数涨幅收窄至 20%。总的来看，当前物业估值受地产影响仍较深，随着不利因素缓释、行业基本面逐步改善，市场信心仍待修复。

图 1：恒生物业服务及管理指数及相关指数表现复盘（2021 年 1 月=100）



数据来源：Wind，东方证券研究所

**主流上市物企中的央国企股价表现强于混合所有制及民企。**统计 22 年营收超过 20 亿的 40 家主流动上市物企，截至 23 年 6 月 9 日，央国企（11 家）和民企（29 家，包括混合所有制物企）22 年 1 月以来的涨跌幅分别为-12%/-55%，22 年 11 月以来的涨跌幅分别为+40%/+20%，23 年 2 月以来的涨跌幅分别为-16%/-29%，无论板块调整或反弹期，央国物业公司的股价都保持相对强势。

**22 年 11 月以来民企和混合所有制物企较关联房企有明显超额收益。**截至 23 年 6 月 9 日，央国企和民企及混合所有制物企 22 年 11 月以来较关联房企的相对收益分别为 10%/23%。民企和混合所有制物企较关联地产公司的超额收益更为明显，原因可能与物业股前期调整幅度更深、市场对物业独立性的担忧有所缓解有关。

表 1：主要上市物企及其关联房企涨跌幅汇总（截至 2023/6/9）

上市物企	22.01 至今	22.11 至今	23.02 至今	关联房企	22.01 至今	22.11 至今	23.02 至今	22.11 至今相对关联方收益	23.02 至今相对关联方收益
保利物业	-31%	45%	-24%	保利发展	-8%	0%	-12%	44%	-12%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



中海物业	6%	75%	-16%	中国海外发展	1%	18%	-16%	57%	1%
招商积余	-26%	11%	-10%	招商蛇口	5%	3%	-9%	7%	-1%
华润万象生活	9%	69%	-14%	华润置地	8%	37%	-10%	32%	-4%
越秀服务	1%	47%	-29%	越秀地产	59%	52%	-11%	-5%	-18%
金茂服务	/	45%	-28%	中国金茂	-44%	23%	-29%	22%	1%
建发物业	-9%	37%	-11%	建发国际集团	32%	66%	-19%	-29%	8%
华发物业服务	-20%	13%	-29%	华发股份	91%	27%	16%	-14%	-45%
京城佳业	-38%	29%	-3%	城建发展	26%	67%	21%	-38%	-24%
金融街物业	-18%	27%	-8%	金融街	-14%	4%	-8%	22%	0%
特发服务	7%	42%	-3%						
<b>央企平均</b>	<b>-12%</b>	<b>40%</b>	<b>-16%</b>		<b>16%</b>	<b>30%</b>	<b>-8%</b>	<b>10%</b>	<b>-10%</b>
碧桂园服务	-77%	0%	-50%	碧桂园	-75%	68%	-42%	-68%	-8%
万物云	/	-3%	-40%	万科 A	-21%	9%	-20%	-12%	-20%
雅生活服务	-58%	20%	-46%	雅居乐集团	-66%	-5%	-44%	25%	-2%
绿城服务	-42%	27%	-28%	绿城中国	-31%	11%	-28%	16%	0%
融创服务	-68%	76%	-38%	融创中国	-87%	-66%	-66%	142%	28%
世茂服务	-69%	34%	-42%	世茂集团	-13%	/	/	/	/
旭辉永升服务	-74%	76%	/	旭辉控股集团	-83%	46%	/	30%	/
金科服务	-65%	-1%	-18%	金科股份	-76%	-40%	-46%	38%	28%
新城悦服务	-60%	21%	-48%	新城控股	-50%	11%	-31%	10%	-17%
时代邻里	-77%	86%	-42%	时代中国控股	-80%	51%	-52%	35%	9%
建业新生活	-30%	36%	-14%	建业地产	-84%	-30%	-68%	66%	53%
合景悠活	-70%	23%	-51%	合景泰富集团	-79%	38%	-50%	-15%	-1%
远洋服务	-61%	2%	-37%	远洋集团	-71%	-2%	-57%	4%	20%
宝龙商业	-67%	86%	-33%	宝龙地产	-73%	66%	-39%	21%	7%
滨江服务	-6%	52%	-16%	滨江集团	98%	1%	-15%	51%	-1%
银城生活服务	-53%	-48%	-40%	银城国际控股	-94%	-89%	-54%	41%	13%
佳兆业美好	-77%	53%	-27%	佳兆业集团	-67%	-70%	-70%	122%	42%
第一服务控股	-56%	-20%	-12%	当代置业	-72%	0%	0%	-20%	-12%
弘阳服务	-68%	-48%	-31%	弘阳地产	-87%	-36%	-42%	-13%	11%
东原仁知服务	/	-5%	2%	迪马股份	-35%	-22%	-27%	17%	29%
中骏商管	-58%	-13%	-27%	中骏集团控股	-69%	38%	-48%	-51%	21%
正荣服务	-94%	-10%	-58%	正荣地产	-96%	-29%	-63%	18%	5%
荣万家	-61%	10%	-26%	荣盛发展	-70%	-36%	-41%	46%	16%
卓越商企服务	-38%	29%	-35%						
新大正	-34%	-18%	-33%						
新希望服务	-43%	81%	5%						
中奥到家	-36%	33%	-22%						
南都物业	-26%	7%	-7%						
和泓服务	-16%	2%	0%						
<b>民企和混合所有制物企平均</b>	<b>-55%</b>	<b>20%</b>	<b>-29%</b>		<b>-60%</b>	<b>-4%</b>	<b>-43%</b>	<b>23%</b>	<b>10%</b>

注：金茂服务 22.03 新上市，万物云 22.09 新上市，世茂集团 22.04 停牌，融创中国 22.04 停牌后 23.04 复牌，旭辉控股集团及旭辉永升服务 23.03 停牌。

数据来源：Wind，东方证券研究所

行业整体估值大幅下调，头部公司和央企保持相对估值优势。板块估值的调整是全面且深度的，以主流的 40 家上市物企为样本，22 年初至 23 年 6 月 9 日的 PE-TTM 从 16 倍下降到 10 倍，降

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

幅为 34.8%，而头部央企从 40 倍 PE-TTM 估值下降至 24 倍，降幅同样高达 41.6%。分企业性质来看，央企当前 PE-TTM 中位数为 18 倍，而民企和混合所有制物企中位数为 8 倍；分收入体量来看，大型物业公司当前 PE-TTM 中位数为 21 倍，中型为 9 倍，小型为 6 倍，头部公司和央企保持相对估值优势。

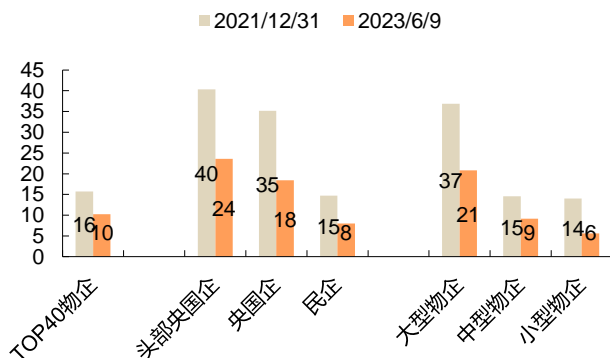
表 2：上市物企按 22 年营收体量分为 3 类

	22 年营收	公司数量	上市物企
大型物企	>100 亿	8	碧桂园服务、万物云、雅生活、绿城服务、保利物业、招商积余、中海物业、华润万象
中型物企	20~100 亿	15	世茂服务、融创服务、旭辉永升、金科服务、新城悦、卓越商企、新大正、时代邻里、建业新生活、合景悠活、越秀服务、金茂服务、建发物业、远洋服务、宝龙商业
小型物企	10~20 亿	17	滨江服务、华发物业服务、银城生活服务、京城佳业、佳兆业美好、第一服务、新希望服务、金融街物业、弘阳服务、东原仁知服务服务、中骏商管、中奥到家、正荣服务、特发服务、荣万家、南都物业、和泓服务

注：我们统计 A 股和港股 2022 年营收超过 10 亿的上市物业公司，共 40 家。

数据来源：Wind，东方证券研究所

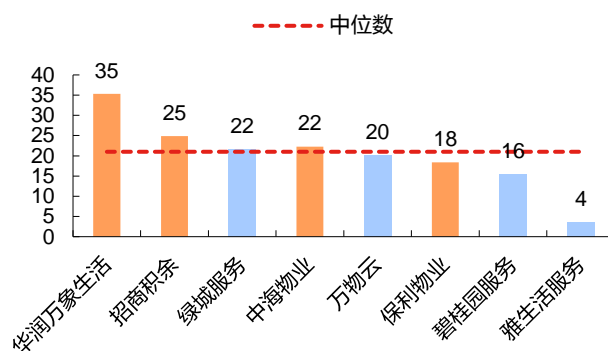
图 2：上市物企分类型估值比较（PE-TTM）



注：剔除负值和异常大值。

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：大型物业公司估值比较（PE-TTM）



注：估值数据截至 2023.6.9。

数据来源：Wind，东方证券研究所

部分物企受关联方影响仍在持续，多家港股上市物企因延迟发布年报而停牌。截至 23 年 5 月末，港股上市物企中累计已有 8 家延迟刊发 2022 年年度业绩而停牌，这些物企的关联房企基本都面临着偿债压力，关联交易、资金质押、资产减值等问题或是物企财报推迟的导火索。

表 3：港股上市物企停牌情况汇总

停牌起始时间	停牌上市物企
2022.3~2022.4	恒大物业、彩生活、奥园健康
2022.11	鑫苑服务
2023.3~2023.4	力高健康生活、旭辉永升服务、康桥悦生活、佳源服务

数据来源：公司公告，东方证券研究所

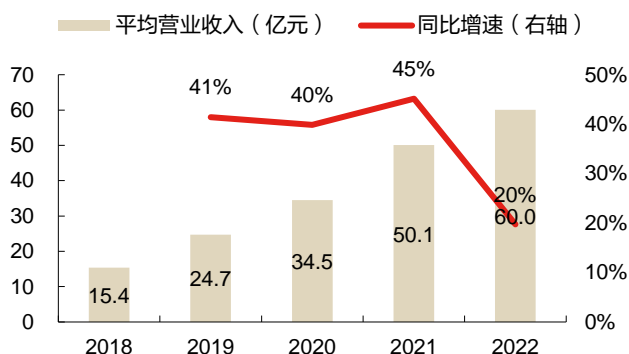
## 2. 业绩复盘：营收增速回落，盈利能力下滑

### 2.1. 收入增速收窄，净利润下滑

**2022 年上市物企营业收入增速收窄，归母净利润首次出现下滑。**我们以营业收入为参考选取主流的 40 家上市物企为业绩分析样本（具体分类及列表参见表 2），2022 年样本物企平均营业收入 60.0 亿元，同比增长 19.7%，平均归母净利润为 3.3 亿元，同比下降 45.1%。上市物企营业收入增速收窄，主要与在管规模扩张放缓、退盘项目增加、非业主增值服务收缩、社区增值服务开展受疫情影响有关。归母净利润首次出现下滑，主要原因是成本上升导致毛利率下降、应收账款减值损失增加、收并购不及预期出现商誉减值等。

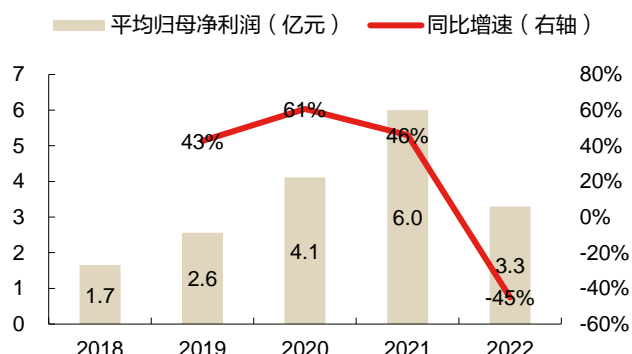
**基础物业服务体现较高韧性，营收和毛利占比提升。**受地产下行和疫情影响，非业主增值和社区增值服务的开展均遭遇困难，收入增速下滑，盈利能力下降。而基础物业服务合同稳定性强、利润可见性高，业绩表现具备韧性，体现为 2022 年基础物业服务收入和毛利占比均较 2021 年有明显提升。在地产拖累的情况下，非业主增值服务后续增长空间有限，提升业主价值的基础物业服务 and 社区增值服务的重要性仍会持续提升。

图 4：Top40 上市物企 2018-2022 年平均营业收入及增速



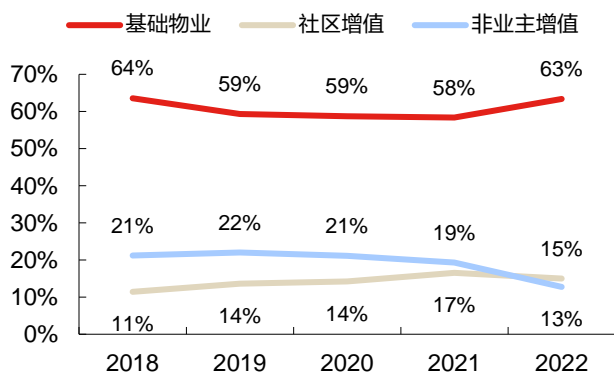
注：本文业绩比较的指标绝对值采用全部有数据的公司算术平均得出，后同。  
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：Top40 上市物企 2018-2022 年平均归母净利润及增速



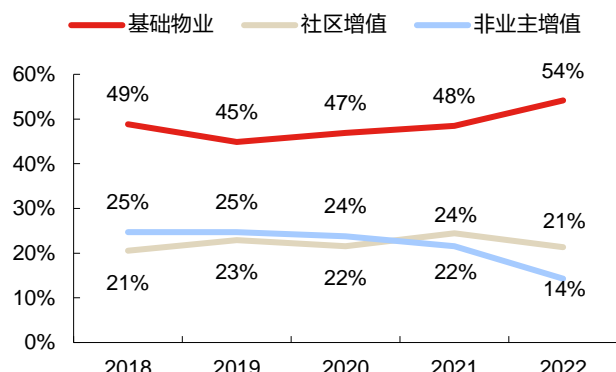
注：本文业绩比较的同比增速采用相同范围公司可比口径计算得出，后同。  
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：2018-2022 主要业务收入占总营收比重变化



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

图 7：2018-2022 主要业务毛利占总毛利润比重变化

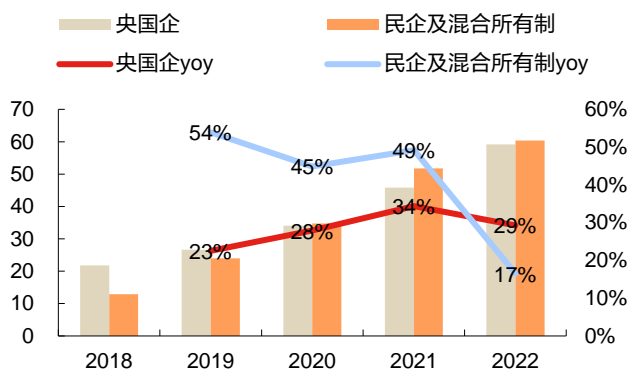


数据来源：各公司年报，东方证券研究所



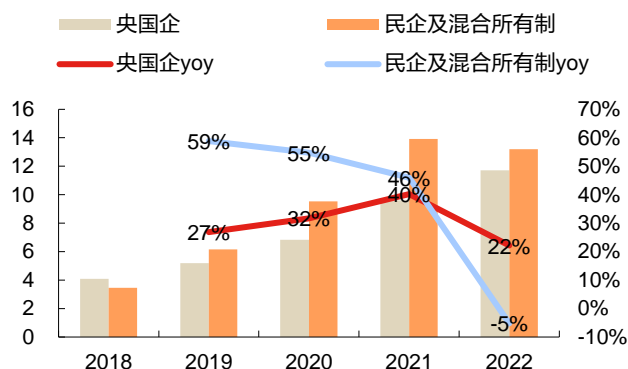
央国企表现更加稳健，业绩增速超过民企及混合所有制物企。22 年营收和利润增速下调是行业普遍现象，但央国企业绩波动更小，表现优于民企和混合所有制物企。2022 年央国企平均营业收入 59.2 亿元，同比增长 29.3%，增速下滑 5.1pcts；平均净利率为 10.6%，较 2021 年同期略有下降。民企和混合所有制物企 2022 年平均营收 60.3 亿元，同比增长 16.5%，增速下滑 32.6pcts；平均净利率为 4.4%，较 2021 年降幅较大。

图 8：分企业性质平均营业收入（亿元）及增速对比



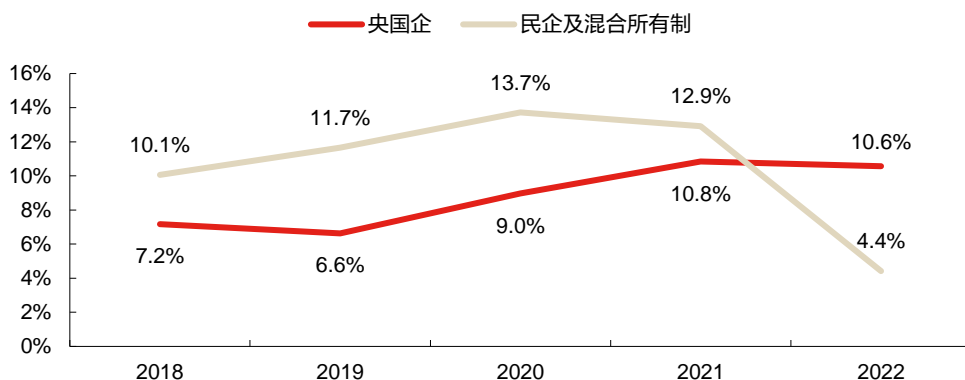
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：分企业性质平均归母净利润（亿元）及增速对比



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：分企业性质 2018-2022 年平均净利率对比



数据来源：Wind，东方证券研究所

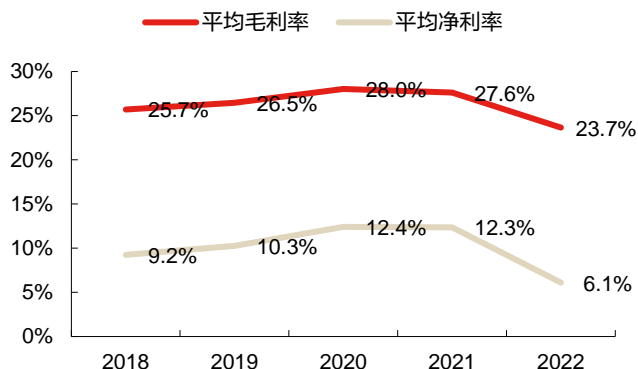
## 2.2. 毛利率整体下滑，差异减弱

主要业务盈利能力均有下滑，物企毛利率承压。2022 年 TOP40 上市物企平均毛利率为 23.7%，平均净利率为 6.1%，较 21 年分别下降 3.9pcts、6.2pcts。分业务来看，基础物业服务、社区增值服务和非业主增值服务等主要业务的毛利率均有下降；从结构上看，毛利率较高的增值服务收入占比下降，使物企整体毛利率下降更为明显。平均净利率下降程度高于毛利率，主要原因是 22 年物企应收账款和商誉减值计提力度普遍大于 2021 年，进一步侵蚀物企净利润。

上市物企间毛利率差异减小，预计分化将持续减弱。行业毛利率整体有下滑趋势，同时不同物企间的毛利率差异正在减小。过去因关联方支持增值业务而形成的高毛利难以持续，部分头部物企为改善长期利润而投入成本的影响也在减弱，行业毛利率逐步趋同。物业作为劳动密集型行业，

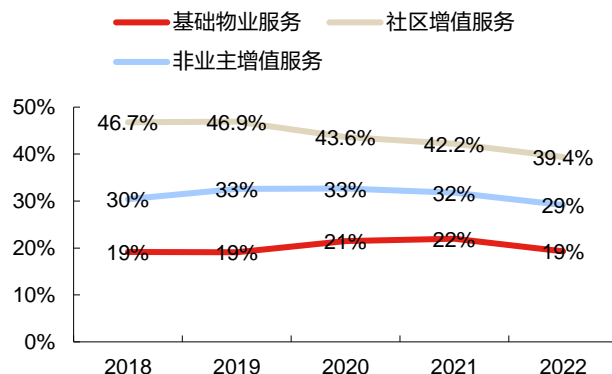
进入门槛较低，行业内公司难以形成真实的毛利率优势，仅有可能因为业务结构产生毛利率差异，长期来看盈利能力的分化不可持续。

图 11: Top40 上市物企 2018-2022 年平均毛利率与净利率



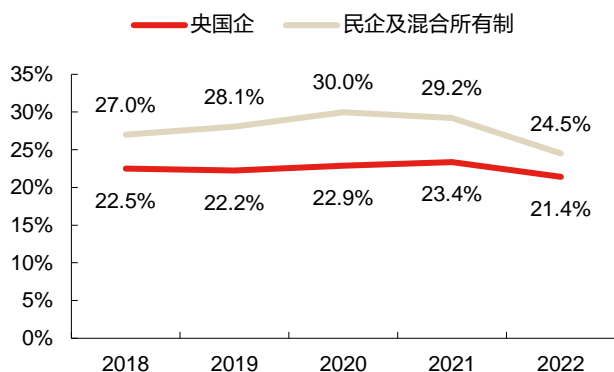
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 12: Top40 上市物企 2018-2022 年各项业务平均毛利率



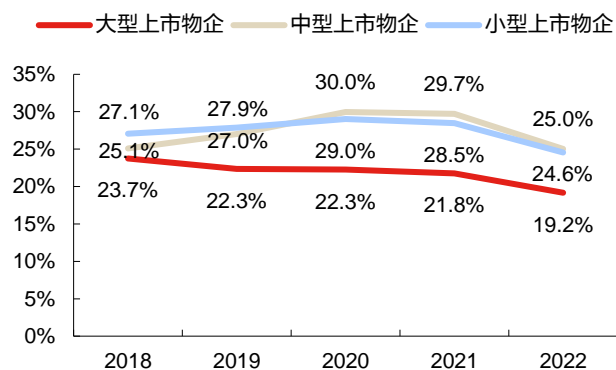
数据来源: 各公司年报, 东方证券研究所

图 13: 央国企与民企及混合所有制物企毛利率对比



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 14: 不同收入体量上市物企毛利率对比



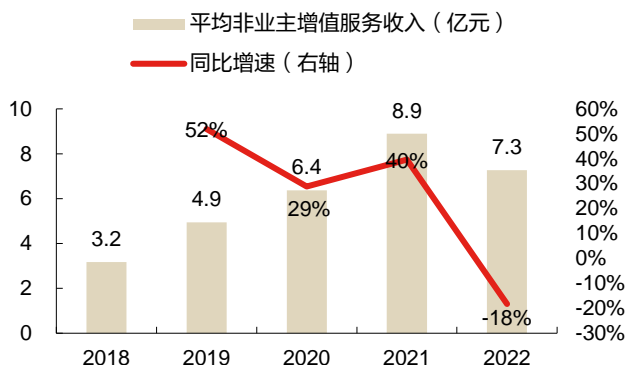
数据来源: Wind, 东方证券研究所

## 2.3. 地产关联交易出清，业务独立性提升

受地产销售低迷和关联方风险影响，非业主增值服务业务收入下滑。2022 年 TOP40 上市物企非业主增值服务平均营收为 7.3 亿元，同比下降 18%。非业主增值服务与地产强关联，且多为关联交易，在地产销售低迷的情况下不仅业务量下降，存量业务回款情况也会受到房企流动性的影响。

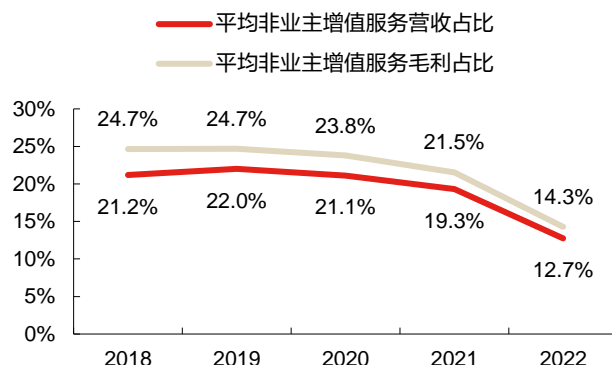
物企正在调整非业主增值服务发展策略，依据市场化原则取舍关联交易，业务独立性有所提升。上市物企非业主增值服务重要性的下降，不仅是业务量收缩带来的被动结果，物企也在依据市场化原则主动退出有回款风险的关联交易，增强自身的业务独立性。

图 15: TOP40 上市物企平均非业主增值服务收入及增速



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

图 16: TOP40 上市物企非业主增值服务收入及毛利占比

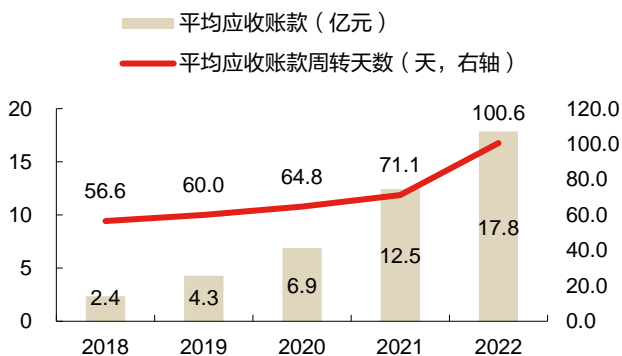


数据来源：各公司年报，东方证券研究所

## 2.4. 应收账款和商誉减值风险开始显现

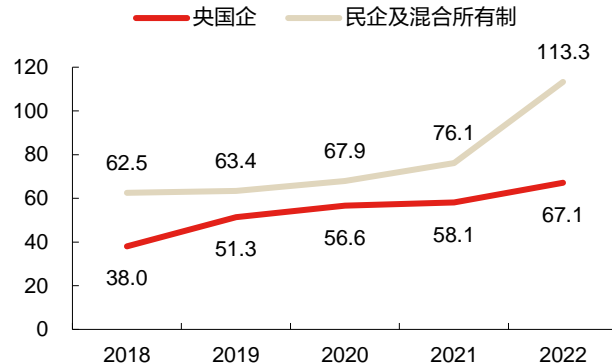
受疫情和关联方影响，应收账款周转天数增加。22 年 TOP40 上市物企平均应收账款为 100.6 天，较 21 年有明显增加，原因主要包括：（1）22 年底疫情影响下收缴率阶段性下降，回款时间延长；（2）关联方房地产业务回款难度加大。对比来看，2022 年央企平均应收账款周转天数为 67.1 天较 21 年增加 9 天；民企及混合所有制平均应收账款周转天数为 113.3 天，较 21 年增长 37.2 天。民企及混合所有制物企应收账款周转天数显著增长，央企回款情况相对健康。

图 17: Top40 上市物企平均应收账款与周转天数



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18: 央企与民企及混合所有制应收账款周转天数比较

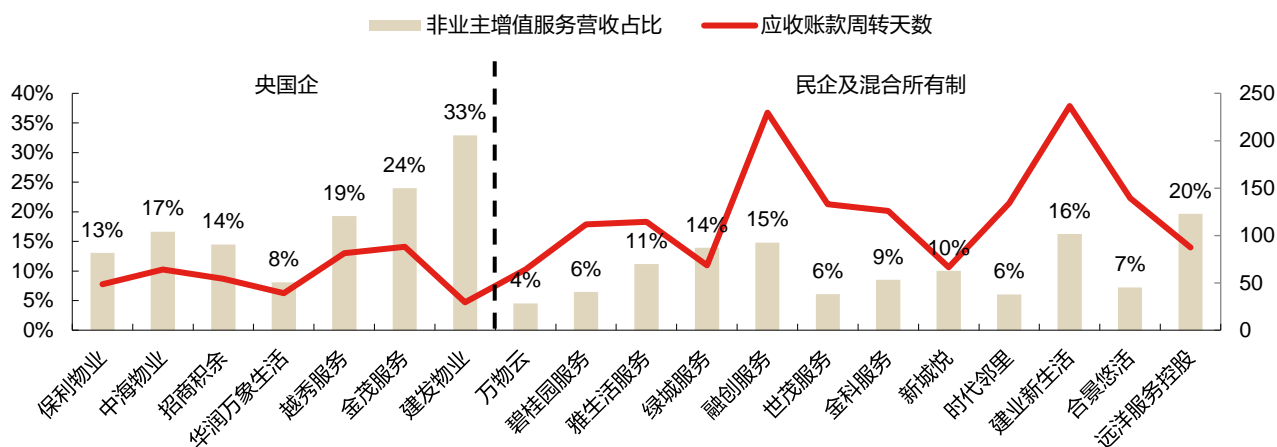


数据来源：Wind，东方证券研究所

应收账款周转天数与非业主增值服务收入占比呈现一定的相关关系。拉取具体公司的应收账款周转天数，非业主增值服务营收占比越高，物企应收账款周转天数一般越长。

应收账款减值风险开始显现，22 年多家物企计提大额减值侵蚀利润。受关联方地产公司财务状况持续恶化的影响，2022 年不少民企计提较为大额的应收账款减值，其中关联方应收账款占主要部分。物企应收账款压力能否释放完毕，将取决于关联房企流动性修复是否成功。

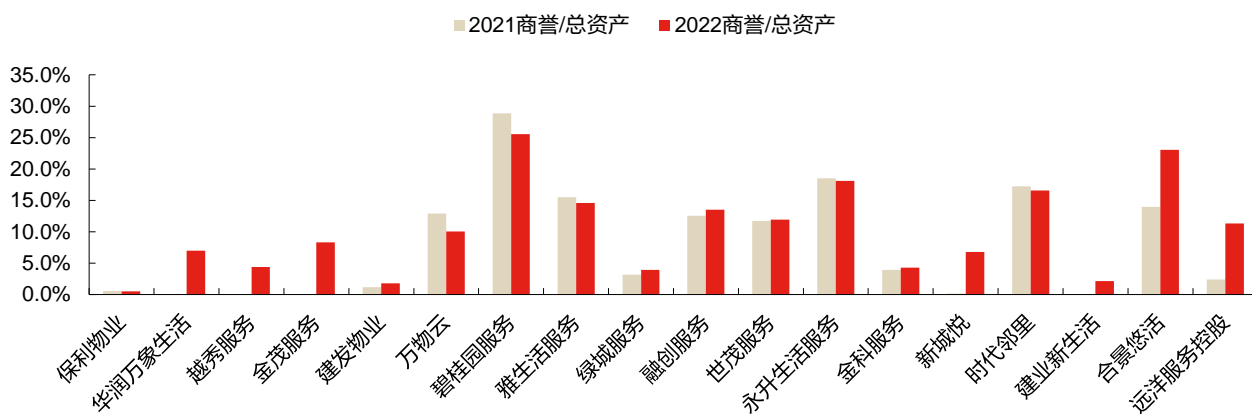
图 19：2022 年大中型上市物企非业主增值服务营收占比与应收账款周转天数



数据来源：Wind、各公司年报，东方证券研究所

商誉减值是影响物企利润表的另一重要内容，商誉占比较高的公司后续仍将持续承压。物企无形资产主要产生于收并购，并依据不同原则计入商誉或其他无形资产（如客户关系和品牌），商誉需要每年进行减值测试，而其他无形资产则每年进行摊销。21 年行业收并购热度较高，商誉占比迅速提升。22 年物业行业业绩承压，收并购企业表现大多不及预期，商誉减值风险开始暴露，商誉占比高的物企受影响更为严重。虽然一些物企已经计提了大额减值，但整体商誉占比仍然不低，商誉减值风险仍待消化。

图 20：2021-2022 年大中型上市物企商誉占总资产比例



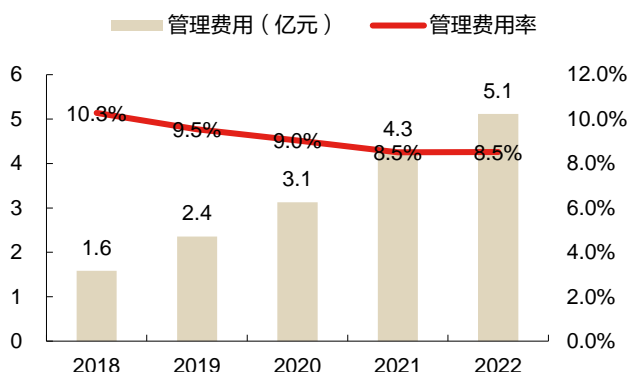
数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.5. 精益管理有望推动费用率持续下降

物企精益管理能力不断提升，费用率有望持续下降。2022 年 Top40 上市物企平均管理费用为 5.1 亿，管理费用率为 8.5%，费用率与 21 年基本持平。物业成本收益模型高度敏感，提升管理效率是平衡成本上涨的主要途径。物企普遍强调提升精益管理能力，采用科技赋能、片区集约管理、全面预算管控、精简职能平台等方式，降本与提效结合，改善物业服务毛利率的同时，推动管理费用率持续下降。22 年大型和小型上市物企费用率均有下降，中型物企费用率的提升主要由于个别公司客户关系摊销及其他管理费用增加影响。大型物企更早采取管理效率提升的战略，管理费用率具备优势，规模效益初步显现，中小型物企仍有进一步向管理要效益的空间。

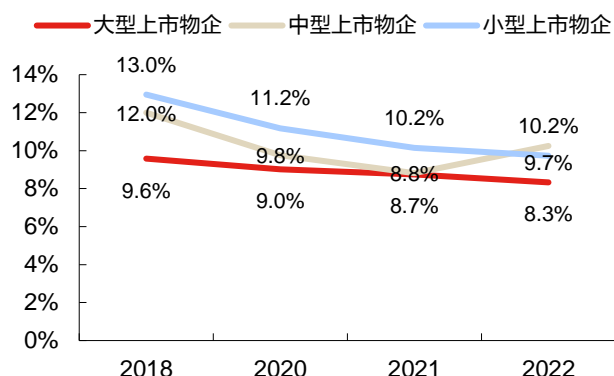
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 21: Top40 上市物企平均管理费用及费用率



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 22: 不同收入体量上市物企管理费用率对比



数据来源: Wind, 东方证券研究所

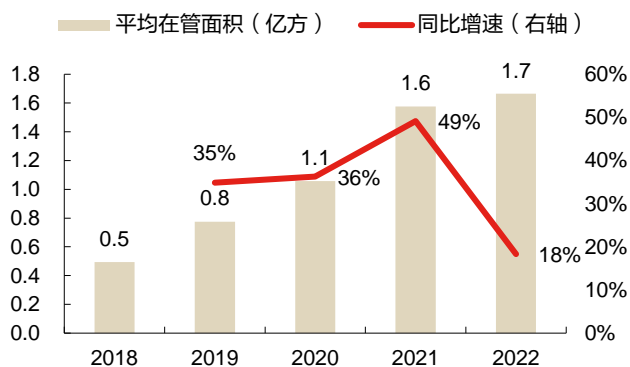
### 3. 基础服务：扩张放缓，禀赋分化

#### 3.1. 在管面积增速放缓，第三方和非住占比提升

**上市物企管理规模增速放缓，合约在管比连续下降。**2022 年，TOP40 上市物企在管面积均值同比增长 6%至 1.7 亿平方米，增速较 19-21 年明显下调。同时合约在管比连续下降，22 年 TOP40 上市物企平均合约在管比不足 1.5，意味着在不考虑转化率的情况下，储备面积已不足在管面积的一半。上市物企管理规模增速放缓的原因可能有：（1）新房交付速度减慢；（2）行业估值下调后收并购减少；（3）主动优化项目组合，退出低盈利项目；（4）疫情对市场拓和项目进场节奏产生干扰。

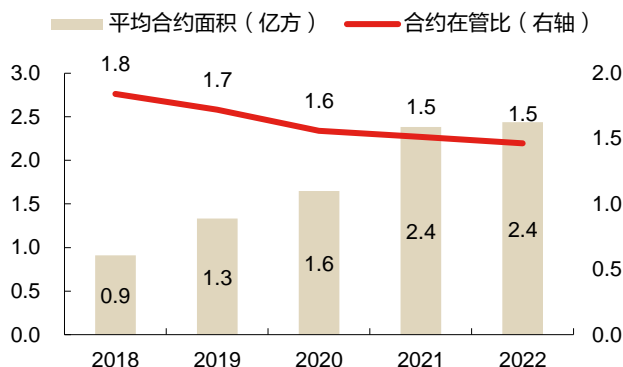
**物业告别高速增长时代，物企纷纷转向高质量稳步发展。**随着地产新房销售和交付下行，物业高速增长时代已经接近尾声，资本市场热度的下降进一步促使物企回归理性发展的轨道，“规模为王”的高速扩张战略已非市场主流。面对盈利能力下滑，大部分物企开始审慎制定战略发展目标，权衡扩张速度与质量的关系，从而在规模上升的同时保证效益。同时物企更加追求业务拓展的深度和密度，深挖市场蕴含的广阔空间。

图 23: TOP40 上市物企平均在管面积及增速



数据来源: Wind、各公司年报, 东方证券研究所

图 24: TOP40 上市物企平均合约面积及合约在管比

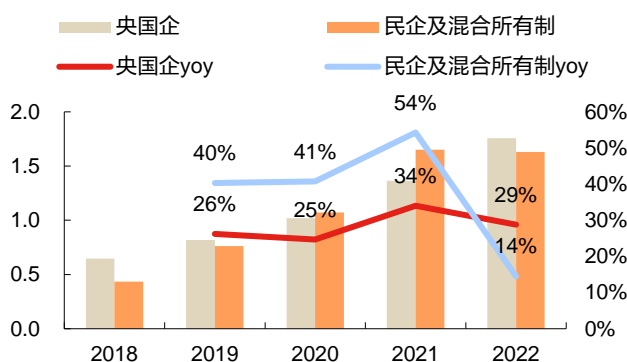


数据来源: Wind、各公司年报, 东方证券研究所



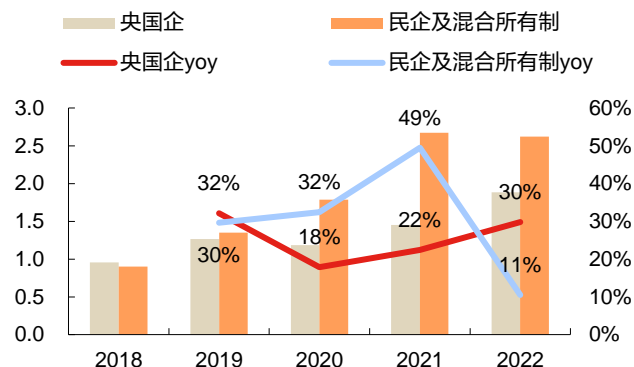
**央国企经营韧性凸显，增速仍能维持。**虽然行业整体管理规模增速下调明显，但央国企经营仍然保持一定韧性，在管及合约面积规模增速已领先民企。22 年 TOP40 央国企在管面积同比增长 29%，较 21 年增速略有下调，合约面积同比增速进一步扩大至 30%，均明显高于民企和混合所有制平均的 14%/11%。央国企规模增长的优势主要体现在：（1）关联方支持依旧稳定，合约面积转化的确定性较强；（2）品牌信用的差异进一步强化了央国企在市拓中的优势；（3）板块估值下降，收并购市场降温，资金实力更强的央国企收并购活跃度上升。

图 25：分企业性质在管面积规模（亿㎡）及增速对比



数据来源：Wind、各公司年报，东方证券研究所

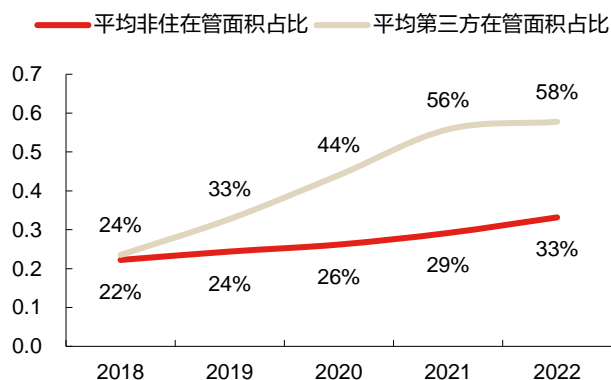
图 26：分企业性质合约面积规模（亿㎡）及增速对比



数据来源：Wind、各公司年报，东方证券研究所

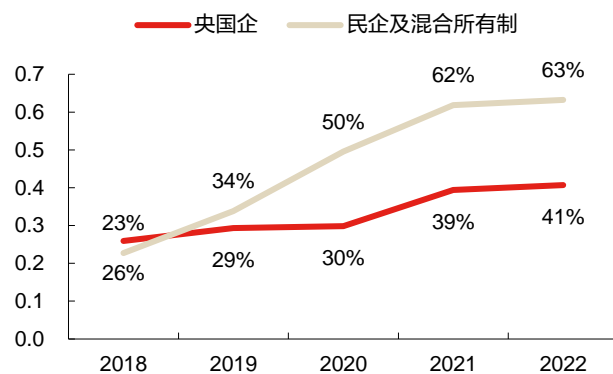
**非住宅和第三方占比持续提升。**在管规模基数增大、关联房企销售承压等因素使物企从关联方获得的支持增量有限，物企转向从市场化拓展和收并购中获得增长动力。上市物企来自第三方的在管面积连续增长，2022 年 TOP40 上市物企平均第三方在管面积占比 58%，较 2021 年上升 2pcts，第三方在管面积增速放缓的主要原因是收并购力度的降低，市场化拓展的速度不及收并购所致。住宅新房交付下降，多元业态发展成为行业共识，非住宅在管面积占比稳定增长。

图 27：TOP40 上市物企第三方和非住宅在管面积占比变化



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

图 28：分企业性质第三方在管面积占比比较



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

### 3.2. 地产销售分化，强信用关联方优势传导

**房地产销售维持弱复苏的态势，强信用房企相对优势扩大。**春节以来热点一二线城市销售回暖，成交量增长明显，4-5 月销售热度有所走弱，市场仍处于弱复苏的态势。行业缓慢复苏的背景下，

企业间销售分化加剧。去年拿地力度较大的房企（头部央国企、少数地方性民企），在手货值充足、供货质量更优，后续销售确定性较强，全年有望实现明显正增长，维持“新增拿地-高质量供货-快速去化”的良性循环；而去年拿地力度不足的房企今年销售会继续受限。

**强信用房企仍能给予关联物企支持，提供稳定而优质的增量资源。**依托于强信用关联方，物业公司能够坐拥优质的在管基本盘，并利用品牌优势在外拓和收并购中持续获益，同样能够在市场化发展中保持独立性。

表 4：2023 年 TOP20 房企 1-5 月销售情况

公司性质	公司名称	1-5 月累计销售金额（亿元）	累计同比	1-5 月累计销售面积（万平）	累计同比
央国企	保利发展	1956	22.9%	1114	9.9%
混合所有制	万科地产	1659	-0.9%	1023	5.8%
央国企	中海地产	1463	51.6%	686	43.3%
央国企	华润置地	1435	76.5%	604	52.5%
民企	碧桂园	1399	-30.5%	1733	-27.7%
央国企	招商蛇口	1370	76.3%	560	69.7%
混合所有制	绿城中国	827	40.1%	282	16.3%
民企	龙湖集团	822	32.4%	479	29.0%
民企	滨江集团	802	78.3%	170	96.1%
央国企	建发房产	776	67.4%	359	53.8%
央国企	中国金茂	728	43.0%	413	59.0%
混合所有制	金地集团	724	0.2%	391	36.6%
央国企	越秀地产	695	100.9%	203	88.4%
央国企	华发股份	650	85.8%	217	77.8%
混合所有制	绿地控股	476	-4.3%	389	-18.6%
民企	融创中国	449	-54.5%	339	-53.8%
央国企	中国铁建	448	77.6%	282	56.5%
民企	旭辉集团	365	-26.5%	248	-27.0%
民企	新城控股	358	-30.5%	410	-21.5%
民企	美的置业	354	11.1%	274	-0.4%

数据来源：克而瑞，东方证券研究所

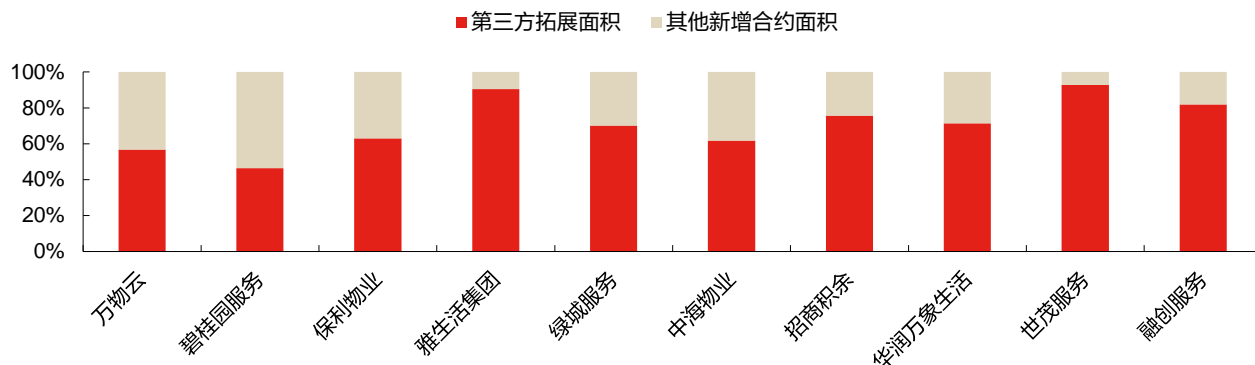
### 3.3. 外拓短兵相接，存量竞争凸显品牌价值

**上市物企逐步摆脱关联方依赖，外拓成为重要增长动力。**上市物企来自第三方的在管面积占比逐年提升，市场化拓展的重要性凸显，成为物企规模增长的主要动力。2022 年市场化拓展成为上市物企规模扩张的最主要渠道，既有上市物企寻求长远独立发展考虑的主动转型，也有关联房企支持减弱和收并购不及预期的被动选择。根据克而瑞物管统计的数据，2022Q2-2023Q1 期间 TOP10 上市物企第三方外拓面积占新增合约面积比例平均为 71%，关联方支持明显减弱的物企该比例会更高。

**激烈的市拓竞争将检验物企的品牌影响力。**市场竞标竞争激烈、难度较大，各家物企都在培养专业高效的投拓团队，但优质项目往往会遭遇多家物企竞争，主要考验的是物企在该区域的品牌价值和影响力。我们认为，对于服务品质优秀、服务体系完善、管理效率领先的品牌物企，外拓重

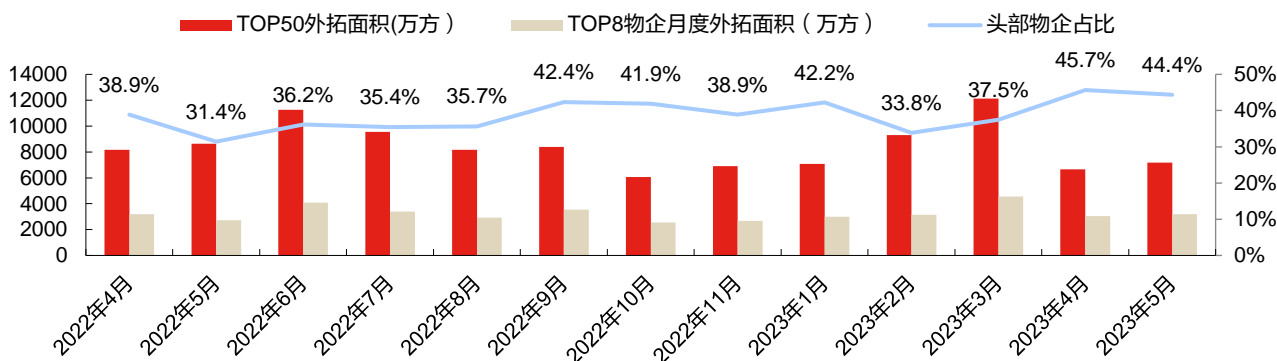
要性的上升将推动其品牌价值兑现为规模增长，看好服务力强、品牌美誉度高的物企在外拓市场中的优势扩大。

图 29：TOP10 上市物企 22Q2-23Q1 新增合约面积中外拓占比



注：第三方拓展面积业态统计包含住宅、商业、办公、产业园、学校、医院、公建，暂不包含城市服务、景区及其他业态；融创服务统计区间为 22Q2-22Q4。  
数据来源：克而瑞物管，东方证券研究所

图 30：克而瑞月度物企外拓总面积（万方）及头部物企（TOP8）占比



注：TOP 头部房企分类标准同表 2，包括：碧桂园服务、万物云、保利物业、雅生活服务、绿城服务、中海物业、招商积余和华润万象生活。  
数据来源：克而瑞物管，东方证券研究所

**外拓战场扩大至存量项目，更考验物企服务满意度和成本管控能力。**新房交付的下降同样使新房外拓规模受限，存量项目拓展占比逐渐提升。与新房拓展相比，存量项目具备签约即在管、标的项目多等优势，但存量项目的利润率普遍低于新项目，园区状况较差可能会导致更多管理成本，还可能因住户对过往物业满意度低增加服务难度。为了获取更加优质的存量项目，部分物企选择带资入场，资金用于人员配置、园区软硬件改造、科技导入等，通过加大竞争投入提升竞争优势，通过牺牲当期的利润率以降低长期管理成本。存量项目拓展从另一个角度而言意味着丢盘，目前趋势大多是大型物企抢夺小型、区域型物企的市场份额，但大型物企本身在一些密度较低、服务满意度一般的区域同样存在丢盘风险。

**政策推动业委会组建率逐步提高，预计释放更多存量项目进入市场。**根据克而瑞物管监测，目前全国各城市业委会组建率平均水平还不高。随着政策推动居民参与社区自治，越来越多城市发布业委会组建率提升目标。随着业委会的成立，存量项目物业的服务品质将经受考验，住户满意度

较差的存量项目或更容易启动物业更换程序，从而进入外拓市场。业委会组建将推动物业行业更加注重服务质量和客户满意度提升。

表 5：部分省市业委会组建率目标

省市	业委会组建率目标
北京	2022 年实现业委会（物管会）组建率、物业服务覆盖率达到 90%以上
深圳	2024 年底实现全市住宅小区业委会覆盖率 100%
苏州	2025 年底全区物业小区业委会组建率不低于 70%
成都	2022 年成都将实现居民小区党的组织和工作全覆盖、居民自治组织全覆盖、物业服务管理全覆盖
大连	2023 年末全市住宅小区业委会或物管会成立率达到 100%
广西省	2023 年底实现具备条件的居民小区业主委员会全覆盖
山西省	2023 年底县市建成区业委会组建率达到 90%
辽宁省	2024 年实现全覆盖 100%
湖北省	咸宁、宜昌、黄冈等地业委会组建率达 80%以上

数据来源：克而瑞物管、中国政府网、深圳政府网等，东方证券研究所

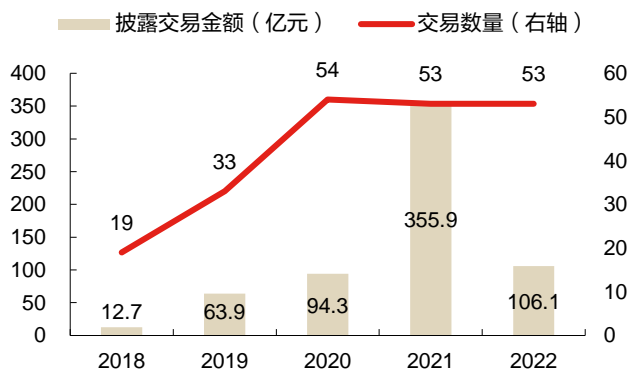
### 3.4. 收并购降温，央国企活跃度上升

物企以追求规模为主的收并购意愿降低，更加重视并购质量和价格合理性。在板块估值较高的阶段，物企通过收并购扩张规模具有超额收益，但做好投后管理并不容易，收并购产生的大量商誉也为之后的业绩埋下隐患。随着行业估值和业绩承压，物企单纯追求规模为主的收并购意愿下降，2022 年上市物企收并购金额较 2021 年显著减少。市场回归理性后标的价格也需重新谨慎评估，近期华润万象生活、新大正等均因未就成交价达成一致等原因终止收并购事项。

央国企活跃度上升，收购标的质量较高。从结构上来看，民企前期收并购力度更大、落地更快，是收并购市场的主要参与者，市场降温后央国企逐渐走向舞台中央。央国企内部评估和合规流程更加严谨，收并购标的质量可能也较高，例如 22 年收并购较为活跃的华润万象生活和招商积余在业绩发布会上均表示 2022 年收并购公司已达成投后业绩目标。

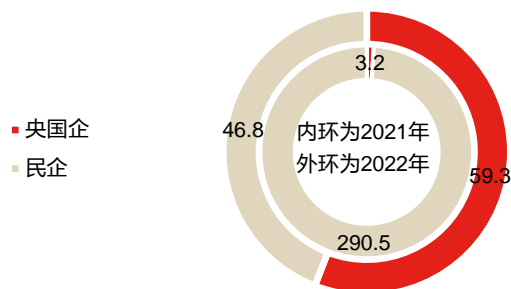
区域补强、多业态布局是物企进行收并购的主要方向。物企进行收并购从谋求规模增长，转为增强区域和业态的布局。如华润万象生活收购中南服务加强了公司在华东区域的影响力；招商积余通过收购新中物业和深圳汇勤，增加了金融专业物业领域的布局，升级公司在管业态组合。

图 31：2018-2022 上市物企披露收并购金额及数量



数据来源：克而瑞物管，东方证券研究所

图 32：2021-2022 上市物企披露并购交易金额及占比



数据来源：克而瑞物管，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 6：2022 年部分央企披露并购事项

企业性质	企业名称	时间	收购标的	对价（万元）	收购权益
央企	华润万象生活	2022/1/5	禹佳生活	106000	100%
		2022/1/20	中南服务	226000	100%
		2022/9/28 (23/3 终止)	祥生物业（已终止）	103700	100%
央企	京城佳业	2022/4/29	北京卓联物业	778	60%
央企	中海物业	2022/12/9	利合物业	7610	100%
央企	招商积余	2022/6/16	新中物业	53600	67%
		2022/6/27	汇勤物业	23500	65%
混合所有制	远洋服务	2022/8/12	天津熙合供应链服务	50000	100%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

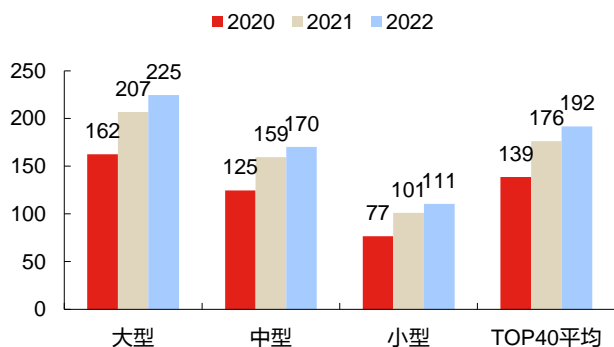
### 3.5. 提升项目密度，期望打造区域性壁垒

单项目成本模型优化空间逐渐下降，物企开始探讨多项目人员和物资复用、提升项目组合的成本优势。随着物企科技加持和管理手段不断升级，单项目成本优化的边际效益递减，头部公司通过提升项目密度，实现劳动力的区域调配、物资集采，挖掘社区增值服务的更多可能，从而期望优化项目组合的成本，强化公司在深耕区域的优势。但项目间人员复用的可行性仍待验证，以及能否保证物业服务质量也值得追问。

头部物企管理密度较高，更有希望通过集中化策略打造区域性壁垒。统计 TOP40 上市物企的在管项目数量和覆盖城市数量，2020-22 连续三年单城市在管项目数量和在管面积呈上升趋势。比较来看，头部大型物企在单城市在管面积和项目数量上均明显领先于中型和小型物企，管理密度更具优势。我们认为头部物企更有希望通过提升项目密度和服务浓度，不断强化成本和品牌优势，改善物业项目盈利模型，打造区域性护城河。

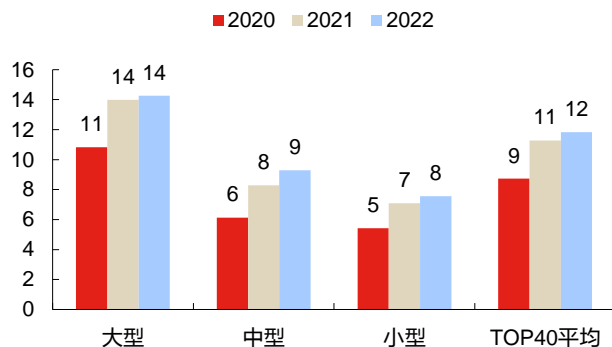
万物云的“蝶城”是集中化策略的先行者。万物云在全国 100 个经济较发达城市选取 3402 条街道提升物业项目密度，包括在 3 公里半径范围内密集拓展新项目 and 存量项目，改造基础设施、实现以智能物联、数据驱动的方式去改变业务流程，并迭代、升级住宅物业服务、房屋焕新等传统产业。2022 年万物云完成对 38 个蝶城的改造，预计一年期成熟后将提升基础住宅物业超过 4% 的毛利率。我们期待看到“蝶城”浓度价值的不断兑现，引领行业新的发展模式和竞争格局。

图 33：2020-2022 年上市物企单城市在管面积（万方）



注：为保持可比，仅选取 20-22 年连续披露在管项目个数和覆盖城市数的公司。  
数据来源：中指物业版，东方证券研究所

图 34：2020-2022 年上市物企单城市在管面积（个）



数据来源：中指物业版，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

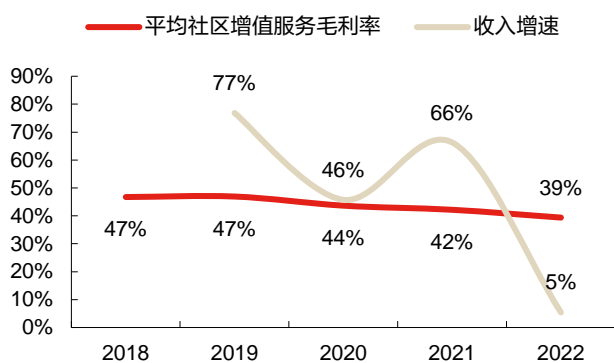


## 4. 多经业务：价值回归，路径渐明

### 4.1. 社区增值服务：从全到优，聚焦优势赛道的能力建设

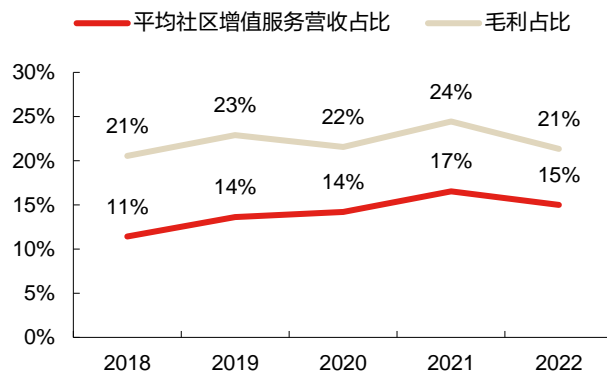
社区增值服务发展受阻，基于局部案例的高增长和高毛利难以持续。物业的社区增值服务在发展早期凭借高增速和高毛利的出色表现，获得资本的竞相追逐。但实际上物业公司在大部分增值业务上较其他服务行业公司并不具备相对优势，与业主的线下业务触点不一定比线上流量入口更加有效，在服务品质上物业公司也未必能够匹敌深耕多年的专业公司，同时疫情形势的变化也加大业务发展的难度。从数据上看，TOP40 上市物企的社区增值服务毛利率自 2020 年开始连续下降，2022 年收入增速大幅下调。社区增值服务对物企业绩的增长贡献减弱，2022 年营收和毛利占比均有下降。

图 35：TOP40 上市物企社区增值服务毛利率及收入增速



数据来源：Wind、各公司年报，东方证券研究所

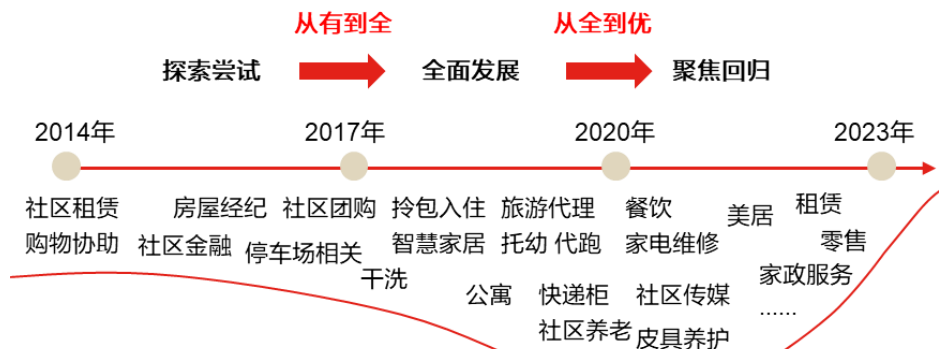
图 36：TOP40 上市物企社区增值服务营收及毛利占比



数据来源：Wind、各公司年报，东方证券研究所

当前物企发展社区增值服务更聚焦优势赛道的能力建设，提高重点服务类型的覆盖率和复购率。物业公司具备服务基因，擅长围绕空间资产的非标增值服务，开展针对业主园区内高频次的生活服务也有近水楼台的优势。物企早期在市场的期待中倾向于尽力布局全种类的社区增值服务，不断试错后能力边界逐渐明晰，各家物企开始聚焦核心优势赛道的能力建设，实现了从有到全、从全到优的转变。头部上市物企的社区增值服务基本进入到垂直化发展的阶段，重点布局到家、零售、美居、维修、空间广告、养老托育等领域，部分公司的战略颗粒度甚至进一步聚焦到更具体的优势服务和产品。

图 37：近十年社区增值服务业务主要发展变化情况



数据来源：中指院，东方证券研究所

表 7：部分头部物业公司社区增值业务发展战略

公司	策略层面	业务层面
碧桂园服务	探索延伸物业管理服务边界，纵向构建垂直专业服务价值链	纵向深度布局社区传媒、房产经纪、社区保险、虫控消杀、电梯维保等细分赛道。
保利物业	聚焦核心产品建设，打造垂直化产业能力	到家（人）服务：社区零售，家政服务 空间服务：空间运营，整合营销 资产服务：美居服务，托房服务，车位代销
绿城服务	物业服务向生活服务转型，以满意度为核心，提升增值服务的覆盖率、转化率、复购率	园区产品及服务、文化教育服务、居家生活服务等
招商积余	从客户需求出发，巧用“长尾理论”制定增值服务产品策略	到家、零售、电梯维保、综合设施、智能工程等
华润万象生活	持续深耕五大业务赛道，打造一站式生活服务平台	装修、空间、产品、管家、租售
融创服务	有效落实聚焦策略，保障服务品质，提升覆盖率、复购率和户均产值	到家：保洁、维修、家电清洗 零售：水、米、油等高频刚需 美居：局部改造、部件标品
世茂服务	聚焦更具成长性的 C 端“用户+”业务进行流量变现，进一步倾斜发展资源培育增长	新零售、托育、养老、团餐

数据来源：各公司年报、业绩推介材料，东方证券研究所

**政策频频支持物业服务与生活服务结合，物企发展社区增值服务仍有所可为。**政策层面始终鼓励物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房屋经纪、快递收发等生活服务领域延伸，以满足居民多样化多层次的居住生活需求，推动社会高质量发展。随着我国经济环境稳中向好，居民追求美好生活的预期不断提升，住户对于物业公司提供的资产服务及社区生活服务的需求亦不断增加，社区增值服务仍有增长潜力，将取决于物业公司在优势赛道上的能力和口碑建设。

表 8：社区增值服务部分支持政策

日期	部门	文件	社区增值服务业务相关表述
2020.12	住建部等	《住房和城乡建设部等部门关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》	促进线上线下服务融合发展。 <b>鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸，探索“物业服务+生活服务”模式，满足居民多样化多层次居住生活需求。</b>
2021.10	国家发改委	《关于推动生活性服务业补短板上水平提高人民生活品质的若干意见》	大力发展社区便民服务。推动公共服务机构、便民服务设施、商业服务网点辐射所有城乡社区， <b>推进社区物业延伸发展基础性、嵌入式服务。</b> 推动大城市加快发展老年助餐、居家照护服务，力争五年内逐步覆盖 80%以上社区。支持城市利用社会力量发展托育服务设施。
2021.12	住建部	《完整居住社区建设指南》	完整居住社区要建立物业管理服务平台， <b>推动物业服务企业发展线上线下社区服务业。</b>
2021.12	国务院办公厅	《“十四五”城乡社区服务体系建设规划》	引导市场、社会力量发展社区托育、养老等服务业态。 <b>鼓励发展社区物业、维修、家政、餐饮、零售、美容美发等生活性服务业</b> ，支持相关企业在村（社区）设置服务网点，满足居民多样化需求。
2022.02	国务院	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》	<b>支持物业企业发挥贴近住户的优势，与社区养老服务机构合作提供居家养老服务。引导物业企业将保洁服务范围由公共区域向老年人家庭延伸。组织和引导物业企业、零售服务商、社会工作服务机构等拓展为老服务功能，提供生活用品代购、餐饮外卖、家政预约、代收代缴、挂号取药、精神慰藉等服务。</b>

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2022.11	国家发改 委、商务部 等 11 部门	《关于推动家政进社区的指导意见》	鼓励各地打造地域性家政品牌， <b>推动酒店业、物业、养老服务业、互联网业、制造业等大型企业进入家政服务领域。</b>
2022.12	国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035 年）》	增加养老育幼服务消费。加快健全居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系，增加普惠托育供给、发展集中管理运营的社区托育服务，构建公共服务、便民利民服务、志愿互助服务相结合的社区服务体系，增强社区服务功能，引导社会力量参与社区服务供给，持续提升社区服务质量，提高社区服务智能化水平。 <b>支持家政、养老、托幼、物业等业态融合创新。</b>
2023.02	国务院	《质量强国建设纲要》	促进生活服务品质升级。创新丰富家政服务，培育优质服务品牌。促进物业管理、房屋租赁服务专业化、规范化发展。

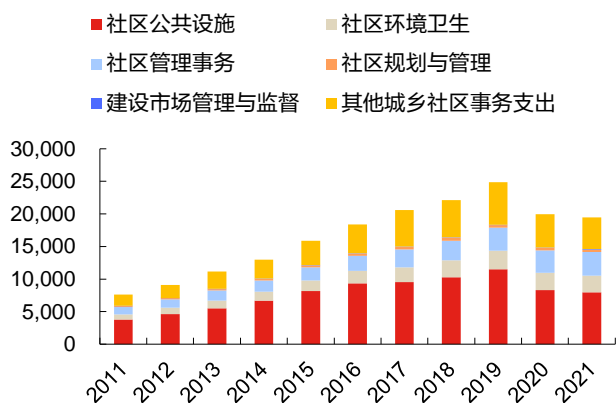
数据来源：中国政府网、国家发改委、民政部等，东方证券研究所

## 4.2. 城市服务：头部物企积极转型城市管家，但能力仍需提升

**高质量发展下城市治理的规格不断提升，城市管家模式加速推进。**随着我国进入高质量发展阶段，城市治理的规格及要求也不断上升，城市管家模式应运而生。城市管家并非单纯的市政环卫，而是以环卫清扫工作为载体，统筹整合环境卫生、绿化管养、市容管控、数字化建设、城市公共空间运营等城市管理服务，构建“管理+服务+运营”的城市治理新模式。在这种情况下政府独立完成城市治理的难度不断加大，正加速通过引入经营、管理能力更出色的市场化机构来共同完成城市治理，释放的市场化订单也从小金额、单业务向市政一体化趋势发展。

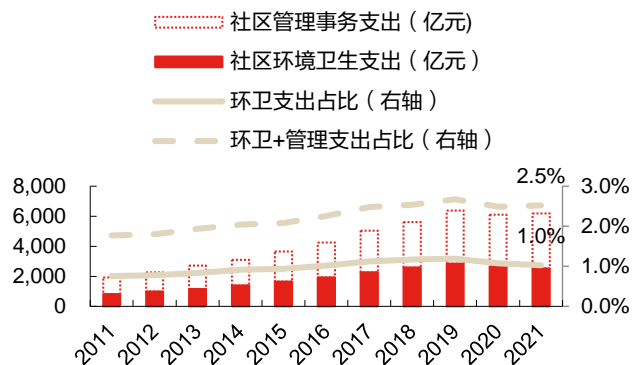
**城市服务竞争格局优秀，市场仍有增长空间。**城市服务业务对服务企业的人力、资源整合力、应急指挥力、资金实力以及社会担当均有较高要求，环卫和物业公司是主要玩家，物业公司中转型较为顺畅的一般是规模较大、体系完善的头部物企，相对基础物业服务竞争格局更优。城市服务收入来源为政府财政预算，支付有保障、违约风险低，具有需求刚性持续、弱周期化等特点，市场受宏观经济调控因素影响较小。城市服务市场空间广阔，狭义上看，2021 年城乡社区环境卫生支出 2521 亿，占全部财政支出比例 1.0%，该比例 20 年以前稳中有增，20-21 年有所下降，目前环卫订单并非全部释放到市场，预计城服覆盖率会持续提升。广义上看，随着城市运营管理的职能逐步从政府部门转移至市场化机构，社区管理事务支出将有望推动城市服务市场继续增长，21 年城乡社区环境卫生+管理事务支出共 6189 亿元，占全部财政支出比例 2.5%。

图 38：全国城乡社区事务财政支出细项（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 39：社区管理事务支出有望推动城市服务市场继续增长

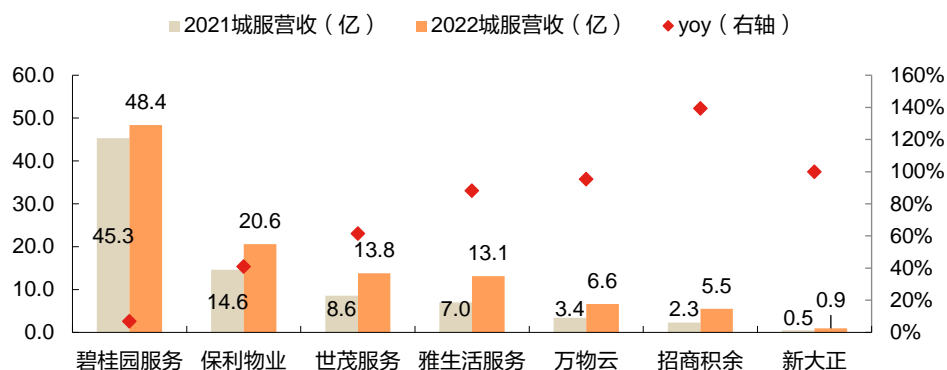


数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**头部物企积极转型城市管家，城市服务营收保持高速增长。**头部物企均已积极布局城市服务赛道，打造基础物业之外的增长引擎。根据 2022 年报数据，披露城市服务业务数据的上市物企收入规模还较小，碧桂园服务 48.4 亿初具规模，保利物业、世茂服务和雅生活服务营收超 10 亿。由于业务处于成长期，物企城市服务营收仍保持高速增长。需注意由于物企之间发展城市服务战略不同，报表层面收入口径可能存在差异，例如万物云报表披露其城市服务仅三成合同以控股、直委方式承接，七成合同以少数股权操盘方式落地，且其以与政府平台合资、少数股权操盘发展城市服务的毛利率更高，因而万物云报表层面的城市服务收入和毛利率较涵盖少数股权操盘方式的收入和毛利率低。

图 40：部分上市物企 2022 年城市服务收入及增速

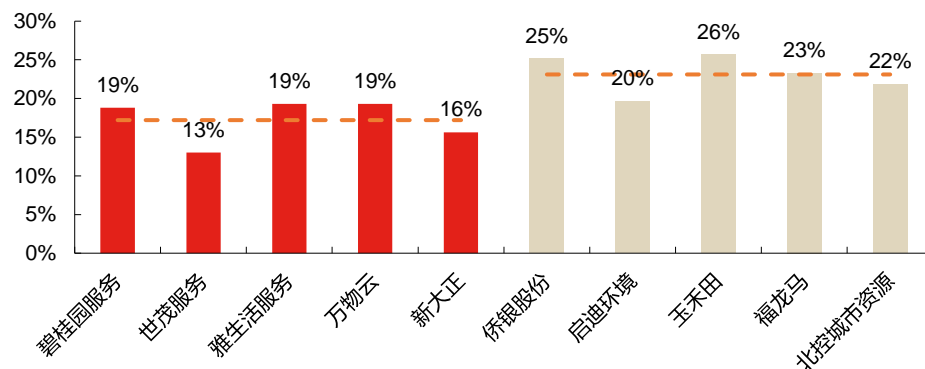


注：保利物业未单独披露城市服务业务数据，以非住宅业态基础服务数据代替；万物云仅包括控股直委模式的营收。

数据来源：各公司年报、业绩推介材料，东方证券研究所

**物企城市服务毛利率普遍低于环卫公司，竞争能力仍待提升。**物业和环卫公司是城市服务赛道主要玩家，相较于本就隶属城市服务一部分的环卫公司，物业公司同类型项目经验、商业模式、客户关系上优势并不明显，且物企承接政府城市服务项目的盈利能力远低于环卫企业。根据各公司 22 年报，主流上市物企城市服务的毛利率平均仅 17%，低于样本环卫公司 23% 的平均毛利率，物企城市服务的竞争力仍待进一步提升。

图 41：主流物业和环卫公司 2022 年城市服务毛利率对比



注：红色为披露城市服务毛利率数据的物企，大地色为环卫企业。其中万物云仅包括控股直委模式的毛利率。

数据来源：Wind、各公司年报，东方证券研究所

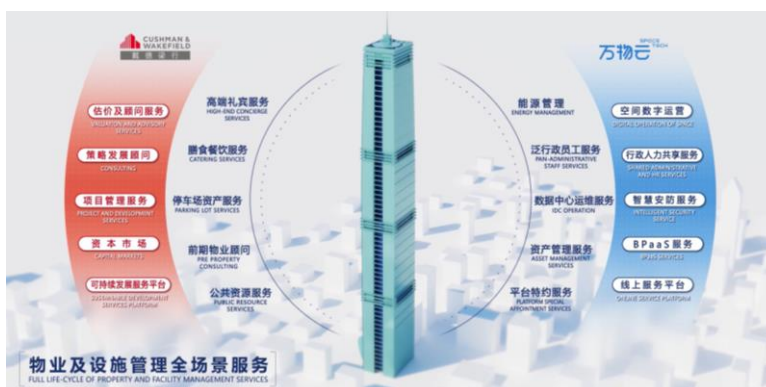


### 4.3. IFM：高成长潜质蓝海赛道，先发物企有望占据优势

**IFM 市场潜力加速释放，入局物企成长空间巨大。**IFM 即综合设施管理服务，核心是“进入”企业客户内部，挖掘其生产活动对于空间及各要素的多元化需求，并提供持续的定制化服务，以支持企业客户的核心主业发展。这就对物业公司在客户信任度、服务专业性、中后台支持等方面提出了更高要求，因而也具备更高的壁垒。IFM 的价值，在于通过持续的定制化服务提高客户黏性，从而深度绑定并形成长期合作，最终使物企成为真正意义上的“管家”。

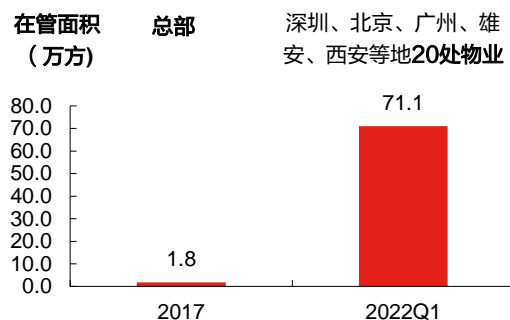
IFM 业务的成长性体现在：①纵向对单一大客户扩大物业组合管理规模，并形成业务跟随和区域跟随；②随着服务能力完善，横向发展多行业客户，以避免订单过于集中导致议价能力下降，同时也可提供一定的抗经济周期性。而其护城河则体现为：①对企业客户来说合作关系稳定后更换成本较高；②在业务和区域跟随过程中物企自身能力和组织的持续完善。

图 42：万物梁行物业及设施管理全场景服务内容



数据来源：万物梁行宣传片，东方证券研究所

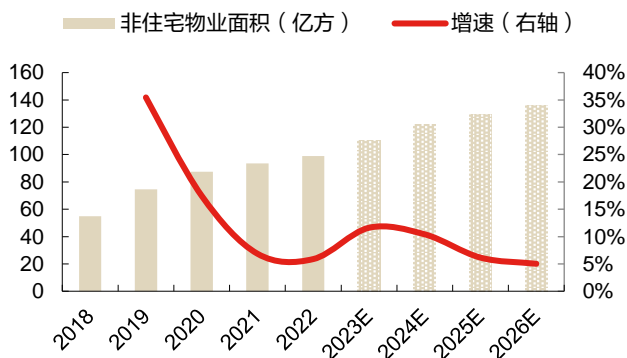
图 43：万物云对单一大客户 A 的业务/区域跟随



数据来源：万物云招股说明书，东方证券研究所

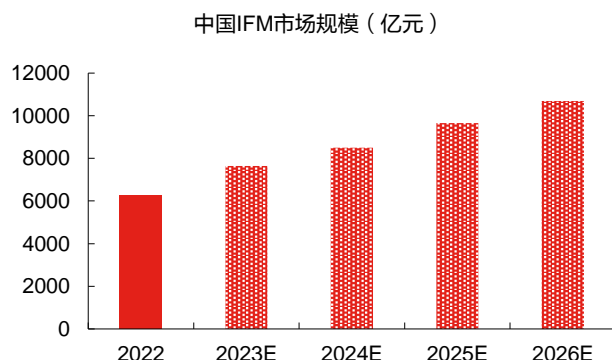
**依托于庞大的非住宅物业规模，IFM 具备广阔发展空间。**根据中指研究院测算，2022 年我国物业服务企业的在管总建筑面积约为 290 亿方，其中以商业、办公和产业园区为主的非住宅业态的面积占比约 34.2%，即 99 亿方。预计到 2026 年全国物业服务企业的在管总建筑面积将达到 355 亿方，年复合增速 5.2%，预计非住宅物业面积占比将上升至 38.2%，即 136 亿方，年复合增速 8.3%。快速增长的非住宅物业规模将是 IFM 实现快速发展的基础。中指研究院估算我国物业管理行业 IFM 服务市场需求规模将由 2022 年的约 6260 亿元，增长至 2026 年的约 10699 亿元，年均复合增长率达 14.1%。

图 44：我国非住宅物业在管面积及预测



数据来源：中指研究院，东方证券研究所

图 45：我国 IFM 市场规模及预测



数据来源：中指研究院，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



**IFM 在国内尚处于起步期，竞争格局尚未形成，先发企业将更易于占据竞争优势。**针对 IFM 领域，我国尚未出台针对性的国家标准，也未形成具有公允价值的行业标准，目前国内企业提供 IFM 基本上延续了 FM 和 PM 的标准化内容，与定制化服务仍存在差距。除万物云外，目前招商积余、卓越商企、金科服务、新城悦服务、特发服务等均已布局 IFM 赛道，倾向于聚焦某一专业领域的能力建设，由点及面构建 IFM 服务体系。我们认为，随着企业客户服务外包意识的增强，国内 IFM 市场具有广阔的空间。在这一过程中，率先建立起前端专业服务能力、中后台基础设施支持并占据头部客户资源的物业公司将具有先发优势，有望引领行业格局。

**表 9：部分物业公司 IFM 业务的主要服务内容和客户类型**

公司	IFM 主要服务内容	主要客户类型
万物梁行	设备管理服务	互联网、金融、高端制造等工商业类企业
招商积余	设备管理服务	科技、互联网、新能源等工商业类企业
卓越商企服务	设备管理服务	现代制造业、互联网等工商业类企业
特发服务	政务服务	行政机构、事业单位
新城悦服务	团餐服务	企事业单位、医院、高校、商务楼、产业园区
金科服务	团餐服务	产业园区、商业体、政府机关、学校、医院

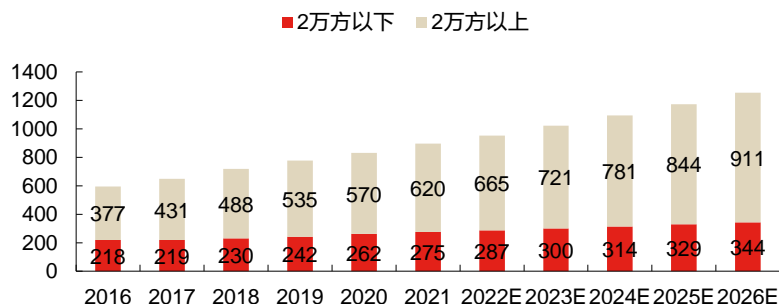
数据来源：中指研究院，东方证券研究所

#### 4.4. 商管：复苏势头良好，消费 REITs 助力商管价值兑现

**商管业务更具成长属性，与物管业务呈现不同的成长曲线。**商管项目收入与资产运营效果联系紧密，以购物中心为例，商管项目会经历培育期、稳定期和成熟期，即便是进入成熟期的购物中心，其租金收入也同样有可能保持增长。而对于物管项目，在提价和增值服务盈利模型尚未大规模大同的情况下，其盈利能力往往会逐渐下降。随着我国经济发展和社会生活水平的提高，消费也有望获得超额增长，凸显商管业务的成长性。

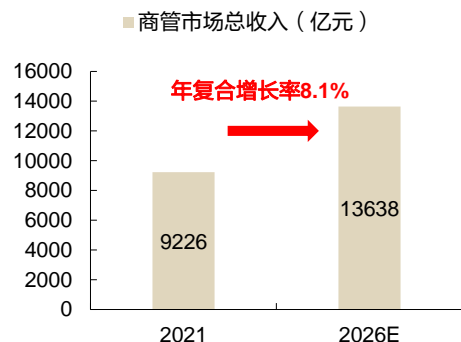
**商业资产增量稳定发展，推动商管服务市场继续扩大。**根据弗若斯特沙利文的测算，我国商业广场的数量及总在管面积在 5 年内仍能保持快速增长。2021 年至 2026 年，中国在管商业广场总数预计由 22,646 家增加至 30,068 家，商业运营服务总在管面积将由 895.2 百万方增加至 1254.2 百万方，预计复合年增长率为 7.0%，其中超过 2 万方的商业物业增速将更快，预计年复合增长率能达到 8.0%。增量商业资产对专业化运营管理的需求、以及社会消费意愿的上升都将支撑商管服务市场进一步扩大，预计 2026 年全国商管服务市场总收入将达 1.36 万亿元。

**图 46：中国商管服务市场总在管面积及预测（百万㎡）**



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

**图 47：我国商管服务市场总收入及预测**



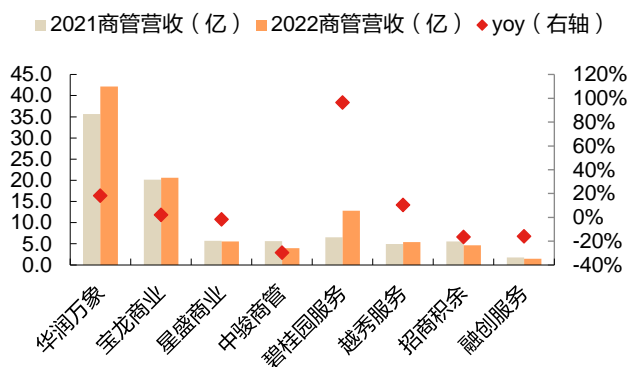
数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**物管公司积极入局商管赛道，头部玩家具备资源和能力护城河。**除华润万象、宝龙商业、星盛商业等一直以商管业务为亮点的公司之外，碧桂园服务、融创服务等通过收购关联房企的商管公司，形成了商管业务布局。我们认为商管市场的进入壁垒更高，头部玩家在资源和能力上的多年培育能够形成稳固的领导地位，行业头部效应将持续演绎。一方面，头部公司的商管业务大多培育自母公司自持开发的商业物业并拥有长期运营经验，其他公司很难从无到有地进入这个赛道；另一方面，不同商业物业禀赋差别极大，先发玩家通过抢占稀缺资产、核心租户和客户资源，抢先打造生态网络，进一步挖深资源和能力护城河。

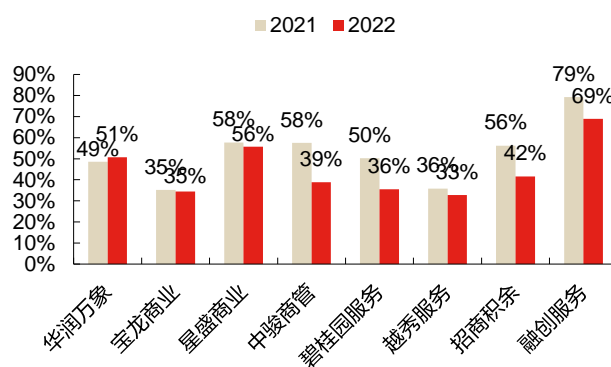
**22 年商管板块表现受限，随着外部环境改善预计保持持续增长。**2022 年主要物企的商管收入增速分化严重，毛利率普遍有所下滑，主要是受到疫情及地产行业波动等因素的拖累。随着外部环境的明显好转，以及各地政府纷纷出台支持消费政策，今年以来线下商场消费已经开始复苏，统计局社零数据也在缓慢修复，看好商管服务长期增长趋势不变。

图 48：部分物企 22 年商管业务收入及增速



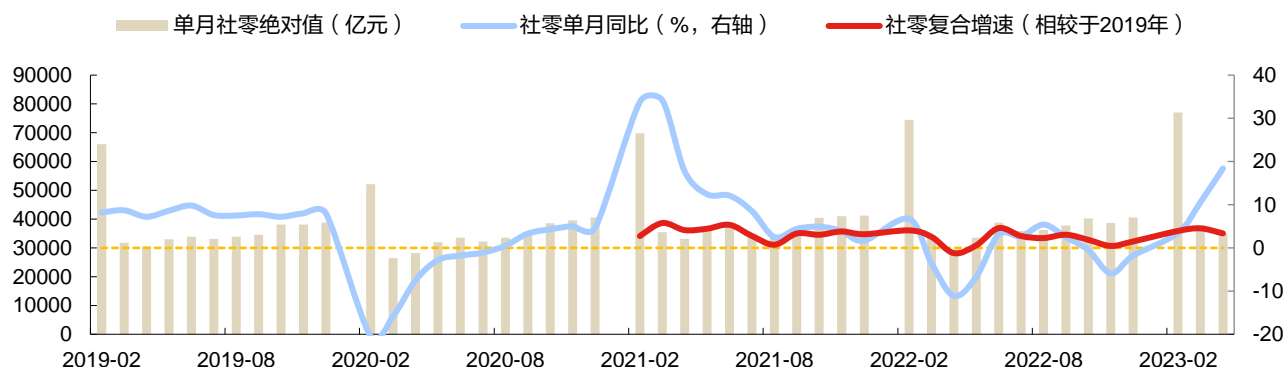
数据来源：各公司年报，东方证券研究所

图 49：部分物业 21-22 年商管业务毛利率



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

图 50：今年以来全国社会消费品零售总额缓慢修复



数据来源：Wind，东方证券研究所

**公募 REITs 扩容至消费基础设施，有望助力商管价值兑现。**3 月 24 日，证监会和国家发改委分别发文支持消费基础设施发行基础设施 REITs，我们认为消费基础设施的落地有助于商管价值进一步兑现。“退”的疏通将促使“管”的价值显性化，商业模式存在升级的可能。当前阶段商管服务作为一个独立的商业模式存在，服务于购物中心，但其创造的价值与收益不匹配。商管公司通

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

常从项目 EBITDA 中抽取 20-25%作为经营利润，相比于资产增值给业主带来的收益明显偏小。未来随着我国持有型资产退出渠道逐渐完善，一方面为满足 REITs 投资人对于稳定且增长的股息回报要求，发行人（即业主）对于主动运营管理以获得租金收益和资产估值增长的需求将进一步打开；另一方面商管创造的价值，特别是为资产带来的估值提升有望显性化，从而为商管公司管理费带来提价空间，甚至商管公司可以通过小股操盘等方式分享资产增值的收益，有机会逐渐发展为真正意义的资产管理公司。

## 投资建议

**物管的核心逻辑从判断公司的成长性转为研究公司在项目服务生命周期中赚取稳定现金流的能力。**物业高速增长时代已过，但快速扩张导致项目质量良莠不齐的影响仍在，物企盈利能力普遍承压，收并购带来的商誉减值风险开始显现。房企信用风险仍未完全化解成功，非业主增值服务成长性不足，关联方应收账款减值引起利润表阵痛。内忧外患下板块成长信心不足，估值持续调整。但长期来看物业行业轻资产、现金流稳定、利润可见性高的优势依然存在，行业集中度较低的格局未变，优质物业公司仍有望保持稳定增长的业绩和较高的投资价值。

**行业回归高质量稳步发展的轨道，看好央国企、优质混合所有制物企及民企长期业绩增长和市占率提升。**经营稳健、管理能力强、关联方支持持续的央国企体现相对优势，推荐保利物业(06049, 买入)、招商积余(001914, 买入)，建议关注中海物业(02669, 未评级)、建发物业(02156, 未评级)、越秀服务(06626, 未评级)。业务独立性强、品牌美誉度高、减值压力小的优质混合所有制物企和民企有望在市场化竞争中进一步兑现经营和服务价值，推荐万物云(02602, 买入)、新大正(002968, 买入)，建议关注绿城服务(02869, 未评级)。商管赛道成长性较好、头部效应突出，看好龙头商管公司优势进一步扩大，推荐华润万象生活(01209, 买入)。

## 风险提示

**关联房企信用风险暴露。**若关联房企信用风险暴露，影响物业公司在管面积增速、非业主增值服务增长和关联方应收账款回款困难的风险，引发对物企独立性的担忧。

**多经业务发展具有不确定性。**政策不及预期、消费修复缓慢、细分赛道竞争格局发生变化等因素，可能导致多经业务发展具有不确定性。

**盈利能力进一步恶化。**物业行业竞争加剧，新拓项目利润率偏低、人工成本刚性上涨、增值服务开展不及预期、创新业务的投入成本可能导致行业盈利能力出现大幅下滑的风险。

**资产和信用减值的风险。**物业公司扩张期应收账款、商誉及其他无形资产快速增加，若应收账款回收、收并购标的表现不及预期，可能导致资产计提减值的风险，影响物业公司业绩。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；  
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。