

内地房地产周度观察

物管盈利高增延续，收入结构继续优化

管理规模扩大、多元业务体系完善等驱动营收增速提升，物管企业业务结构变化呈现差异。2021年，上市物管企业营收总额同比增速提升 8.2pct 至 49.5%，大规模收并购、多元业务发力等带动合景悠活、碧桂园服务、金科服务营收同比增速领先。2021年上市物管整体基础物管业务收入占比均值同比下降 0.7pct 至 60.7%，增值服务、城市服务等为拉动物管企业整体收入增长的主要业务。各物管企业收入结构变化呈现差异，五成物管企业基础物管收入占比有所下降，社区增值服务类别扩张、渗透率提升等带动远洋服务、建发物业、世茂服务基础物管收入占比降幅较大。

收并购仍为在管面积快速扩张主要路径，三方外拓持续发力。2021年，上市物管企业管理规模增速有所提升，在管面积增速均值为 58% (2020A: 46%)、中位数为 39% (2020A: 32%)，在管面积增速最快的公司仍为在期内开展相对较大规模收并购的公司，如合景悠活、第一服务控股、碧桂园服务等。目前物管板块股权融资难度有所提升、并购贷款投放更面向地产开发项目，或将对部分物管企业的并购能力带来一定影响；华润万象生活、碧桂园服务等公司充裕的在手资金有望对并购业务的开展和自身业绩的增长提供支持。另一方面，部分公司三方外拓进一步发力，如中海物业来自关联方的在管面积占比由 2020 年的 87.4% 快速降至 2021 年的 72.4%。近年来龙头房企土储建面增速持续下滑、同时物管公司在管面积持续快速提升，2021 年物管公司关联房企土储建面对其合约面积的覆盖倍数均小于 1 倍，预计未来关联房企项目占物管公司在管面积的比重将进一步下降；并购资金的充裕程度、并购整合的能力、支持市场直拓的品牌力及服务力将成为物管企业规模扩张的核心竞争力。

社区增值服务体系更趋完善，非业主增值服务增长动能偏弱。各物管公司对基础物管服务以外的业务分类不尽相同，可比范围内 2021 年社区增值服务发展态势良好、为 10 家物管公司收入的第二大组成部分 (2020 年: 5 家)，其中世茂服务、远洋服务、金科服务社区增值服务收入占比较高，分别达到 29.8%、26.6%、25.0%，运营模式的探索、团队的培养使得部分物管公司成功提升了部分业务的渗透率和用户粘性。另一方面，受 2021 下半年来房地产开发销售乏力及营销创新等因素影响，以案场服务为主的非业主增值服务增长动力相对偏弱、收入占比整体有所下降，后续收入占比可能继续降低。

归母净利高速增长，盈利能力变动分化。2021 年，上市物管企业整体归母净利润同比增长 48.7% (2020 年: 59.6%)、平均毛利率提升 0.3pct 至 29.9%，部分大型物管企业毛利率的下滑对整体归母净利润增速带来了拖累，维修支出增加、并购带来的无形资产摊销大幅增长、低毛利业务收入占比提升等使上述企业盈利能力有所承压。与此同时，在收入模式变化、规模效应显现、高毛利业务发展等因素的作用下，华润万象生活、融创服务、远洋服务毛利率提升幅度较大，融创服务、华润万象生活、合景悠活归母净利润增速领先。目前各物管公司在基础物管、增值服务方面的业务体系均持续完善，在基础物管和多元业务的健康发展下，业绩的持续释放有望对相关资产价格提供支撑。

风险提示：调控政策及疫情防控存不确定性；公司业务拓展或出现波动。

强于大市

(维持)

微信公众号



蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕

分析师

+852 3958 4660

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

洪宁蔚

联系人

+852 3958 4600

Sabrinahong@cwghl.com



目录

1. 营收增速有所提升，业务结构变化各异	4
2. 并购金额再创新高，在管规模增速提升	8
3. 社区增值更趋完善，案场咨询占比下降	14
4. 归母净利高速增长，盈利能力变动分化	16
5. 外拓能力更趋关键，业务体系增厚盈利	21

图表目录

图 1: 上市物管企业整体营收增速回升 8.2pct 至 49.5%	5
图 2: 基础物管收入占比均值下降约 0.7pct 至 60.7%	5
图 3: 碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务、保利物业 2021 年营收超 100 亿元	6
图 4: 合景悠活、碧桂园服务、金科服务 2021 年营收增速较快	7
图 5: 远洋服务、建发物业、世茂服务 2021 年物管服务收入占比降幅较大	8
图 6: 2021 年物管行业并购规模大幅提升	9
图 7: 2021 年内物业管理板块估值有所承压	9
图 8: 华润万象生活、碧桂园服务、世茂服务、保利物业等在手资金较为充裕	10
图 8: 合景悠活、第一服务控股、兴业物联在管面积增速较高	12
图 9: 建发物业、星盛商业、绿城服务合约与在管面积之比较高	12
图 10: 第一服务控股、碧桂园服务、远洋服务来自关联开发企业的在管面积占比降幅较大	13
图 11: 宝龙商业、融信服务、远洋服务关联方土储/公司合约面积相对较大	13
图 12: 第一服务控股、合景悠活、佳兆业美好住宅在管面积占比降幅较大	14
图 13: 世茂服务、远洋服务、金科服务社区增值服务收入占比较高	15
图 14: 世茂服务社区增值服务以社区空间运营为主	16
图 15: 远洋服务社区增值服务收入结构更为均衡	16
图 16: 上市物企整体归母净利增速下滑 10.8pct 至 48.7%	17
图 17: 平均归母净利率同比下降 0.3pct 至 13.5%	17
图 18: 上市物企平均毛利率同比提升 0.3pct 至 29.9%	17
图 19: 2021 年毛利率同比下降物管企业数量明显增加	17
图 20: 碧桂园服务、雅生活服务 2021 年归母净利润超 20 亿元	18
图 21: 融创服务、华润万象生活、合景悠活 2021 年归母净利润增速较快	19
图 22: 华润万象生活、融创服务、远洋服务 2021 年毛利率提升幅度较大	20
图 23: 华润万象生活、星盛商业、华发物业服务 2021 年归母净利率提升幅度较大	20
表 1: 2021 年上市物企业绩综述包含公司范围	4



表 2: 上市物管企业在管面积同比增速均值约 59%、中位数约 42%	11
表 3: 上市物业管理公司估值表	21



上市物管企业 2021 年度业绩披露完毕，我们以 33 家港股上市物管企业为对象对板块业绩进行了研究，包含公司如下：

表 1：2021 年上市物企业绩综述包含公司范围

2021 年业绩综述包含公司					
碧桂园服务	华润万象生活	保利物业	中海物业	绿城服务	金科服务
旭辉永升服务	雅生活服务	融创服务	世茂服务	新城悦服务	合景悠活
越秀服务	滨江服务	建业新生活	建发物业	卓越商企	远洋服务
宝龙商业	德信服务集团	星盛商业	融信服务	时代邻里	佳源服务
华发物业服务	弘阳服务	金融街物业	佳兆业美好	正荣服务	第一服务控股
银城生活服务	中奥到家	兴业物联			

数据来源：中达证券研究

1. 营收增速有所提升，业务结构变化各异

物管并购规模大幅提升、生产生活回归正轨，龙头物管企业 2021 年营收增速有所提升。2021 年，33 家历史财务数据完整的上市物管企业营收总额同比增速达 49.5%，较 2020 年增速提升 8.2 个百分点。营收的增长主要源于：1) 2020 年的疫情在一定程度上阻碍了部分物管企业的扩张速度；2) 2021 年行业收并购估值有所下降、同时并购交易规模大幅提升，带动部分龙头物管企业管理规模快速扩大（根据中指院的统计，截至 2021 年 1 月 1 日至 12 月 10 日物管行业收并购交易金额达到 333 亿元、较 2020 年全年增长约 215%，同时并购标的估值水平较 2020 年下降约 20%）；3) 部分物管企业各项服务体系更为成熟，规模效应有所显现、盈利模式更为明晰。

增值服务、城市服务等拉动整体收入增长，物管收入占比继续下降。分业务来看，2021 年物管公司基础物管业务收入占比均值同比下降 0.7 个百分点至 60.7%，增值服务、城市服务等为拉动物管企业收入增长的主要业务。一方面，2021 年线下服务场景有所恢复，同时多个物管公司增值服务体系更为完善；另一方面，多个物企城市服务收入基数较小、2021 年发展提速带动相关收入大幅提升。从变化幅度上看，基础物管收入占比降幅有所放缓，2019、2020 年占比分别同比下滑 4.8 个百分点、1.0 个百分点。



图 1：上市物管企业整体营收增速回升 8.2pct 至 49.5%

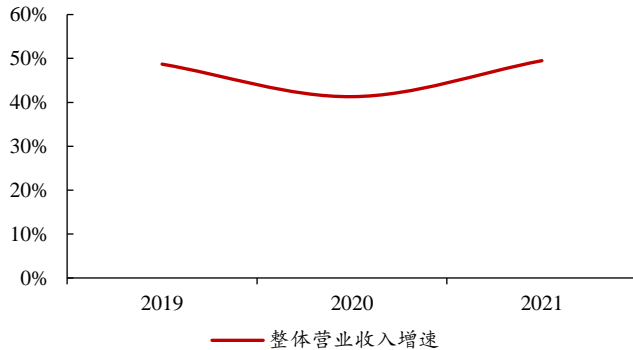
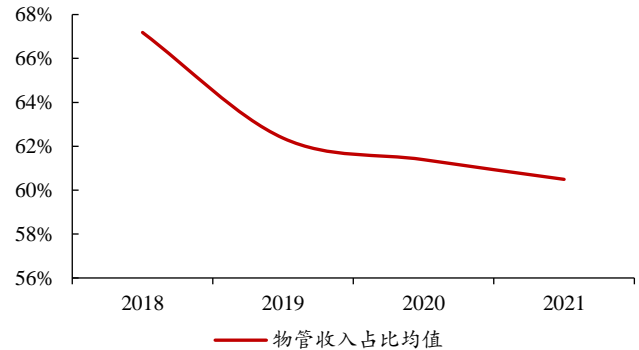


图 2：基础物管收入占比均值下降约 0.7pct 至 60.7%



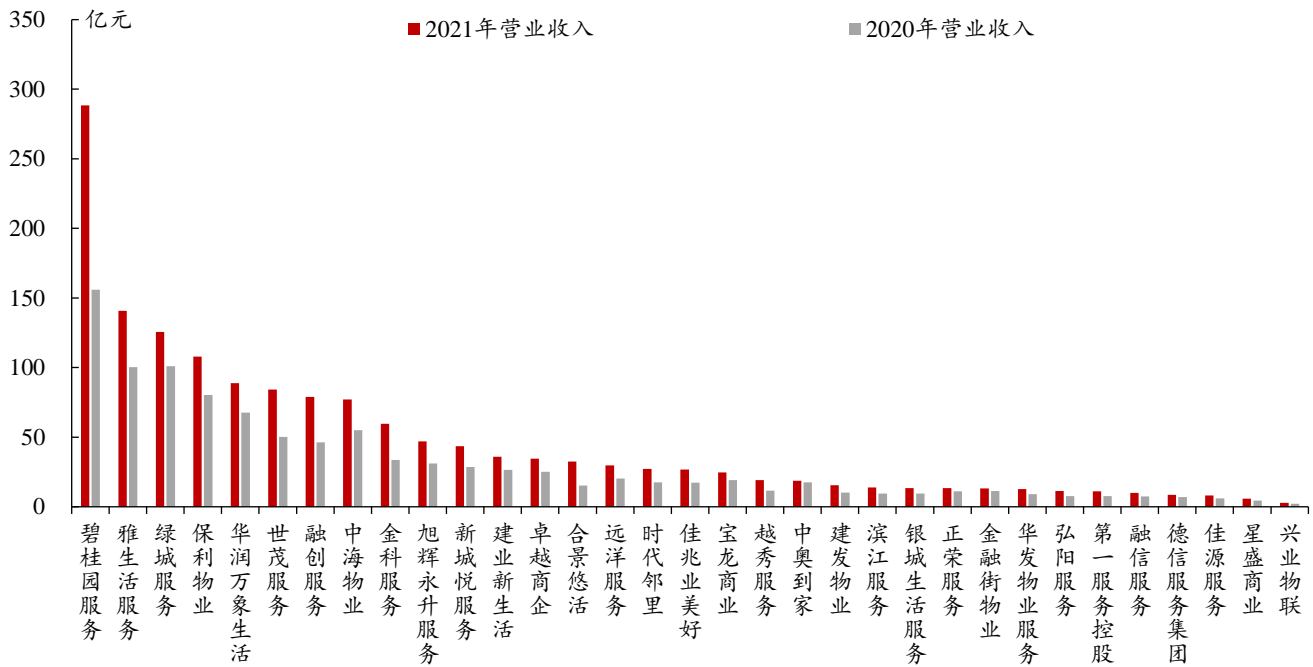
数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算

数据来源：Wind，中达证券研究；注：样本不包含商管公司，将增值服务与基础物管列入同一分部或分部划分变化的物企

4 家物管企业营收超百亿，物管企业收入规模差距进一步扩大。2021 年，营收规模超过 100 亿的物管企业增加 1 家（保利物业）至 4 家，分别为碧桂园服务（288.4 亿元，同比+84.9%）、雅生活服务（140.8 亿元，同比+40.4%）、绿城服务（125.7 亿元，同比+24.3%）、保利物业（107.8 亿元，同比+34.2%），头部企业的快速扩张使物管行业内部收入规模的差距进一步扩大。**碧桂园服务 2021 年营收规模最大、且营收增速在重点物管企业中位列第二**，主要由城市服务及商业运营服务拉动：1) 城市服务：2020 年下半年公司收购满国、东飞等城市服务公司，2021 年相关业务实现全年并表，带动城市服务收入同比增长 412.3%、占收入比重同比提升 10.0 个百分点至 15.7%。2) 商业运营服务：通过与关联房企碧桂园签订框架协议开拓的新业务，收入占比达约 2.3%。近年来，物业管理公司业务的广度与纵深持续提升，对各规模的物管企业而言，进入新业态、开展新业务均能够拓宽收入来源、拉动收入规模的增长，对多元业态及业务盈利模式的探索、对生产要素在各业务间的协调把控能力为物管企业持续成长的重要驱动因素。



图 3：碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务、保利物业 2021 年营收超 100 亿元

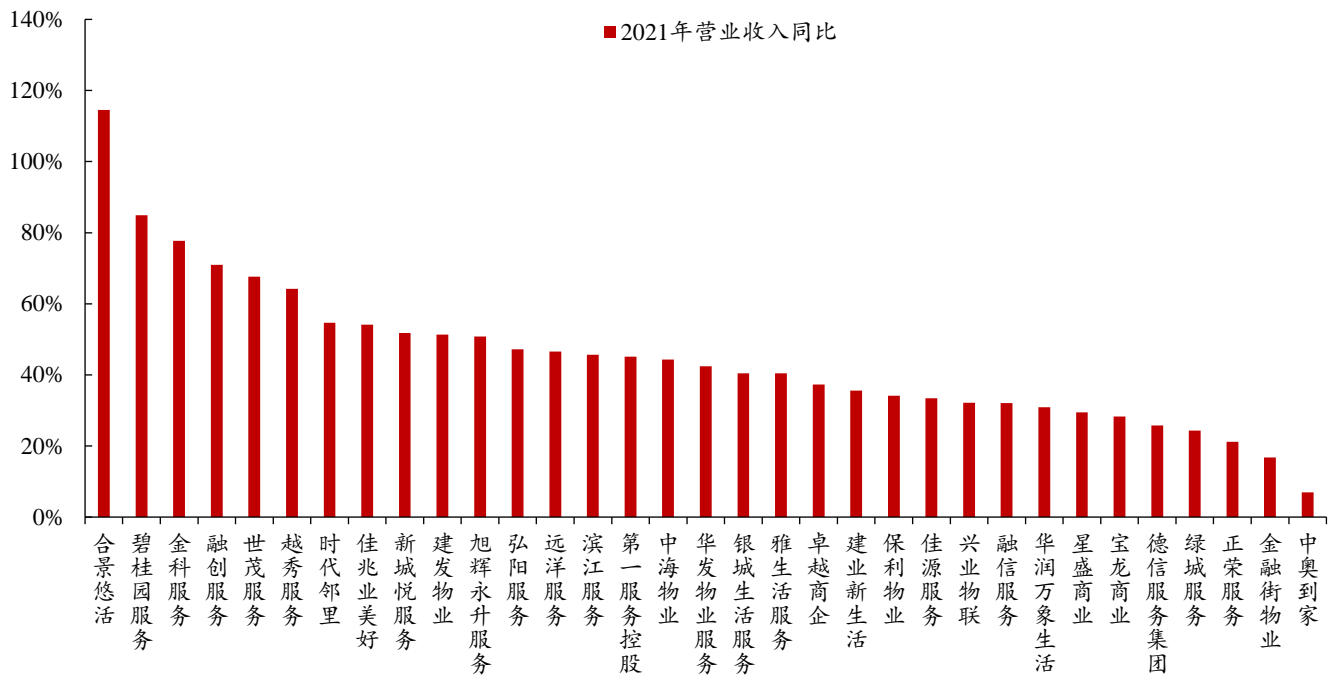


数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币

大规模收并购、多元业务发力等带动部分物管企业收入高增。2021 年，合景悠活、碧桂园服务、金科服务营收同比增速较高，分别达到 114.6%、84.9%、77.7%。其中，合景悠活营收的高速增长主要源于大规模收并购带动管理规模提升，碧桂园服务、金科服务则主要源于多元业务的开展：合景悠活年内并购规模较大，全年新增在管面积约 1.6 亿平至约 2.1 亿平，其中收购标的雪松 2020 年末在管面积超 8600 万方、上海申勤 2020 年末在管面积约 1800 万方；金科服务年内社区增值服务明显发力，全链条旅游服务、社区空间运营、社区团购、家居焕新分别较 2020 年同比增长 1048.4%、576.4%、556.4%、88.7%，共同带动社区增值服务收入同比增长 556.1%、收入占比提升约 18.3 个百分点至 25.0%。



图 4：合景悠活、碧桂园服务、金科服务 2021 年营收增速较快

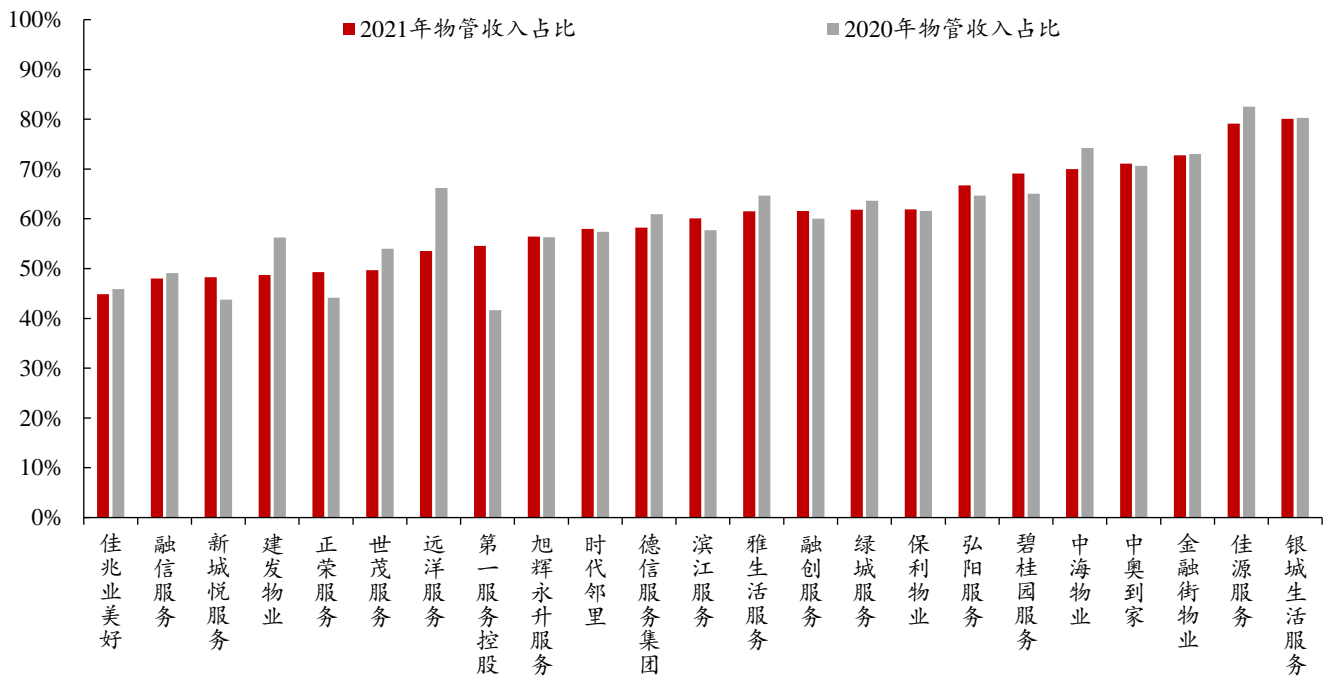


数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

收入结构变化呈现差异，五成物管企业基础物管收入占比有所提升。2021 年，在单独列示基础物业管理服务收入的 23 家非商管公司中，12 家公司的物业管理服务收入占比有所下降。远洋服务、建发物业、世茂服务基础物管收入占比降幅最大，分别同比下降 12.6 个百分点、7.5 个百分点、4.3 个百分点，主要由社区增值服务类别扩张（如远洋大力推广美居、商品零售及物业经纪业务，建发积极发展尾盘销售代理等）、渗透率提升等因素带动；第一服务控股、正荣服务、新城悦服务基础物管收入占比提升幅度较大，分别同比提升 12.9 个百分点、5.1 个百分点、4.5 个百分点，主要由于上述企业管理规模大幅扩张、2021 年内房地产行业风险扩散带动部分物业管理公司案场服务等非业主增值服务收入增幅相对较小。



图 5：远洋服务、建发物业、世茂服务 2021 年物管服务收入占比降幅较大



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：不包含商管公司、将增值服务与基础物管列入同一分部或分部划分变化的物企

2. 并购金额再创新高，在管规模增速提升

大规模并购等提升物管企业在管面积增速，在管规模快速提升带动合管比继续下降。在大规模并购等因素的作用下，2021年，33家上市物管企业管理规模增速较2020年有所提升，在管面积增速均值为58%（2020A：46%）、中位数为39%（2020A：32%），合约面积增速均值为48%（2020A：40%）、中位数为31%（2020A：34%）。从合约面积历史数据完整的32家物管公司来看，随着在管规模的快速提升，上市物管企业平均合管比继续小幅下降，由2020年的约1.6倍降至2021年的约1.5倍。

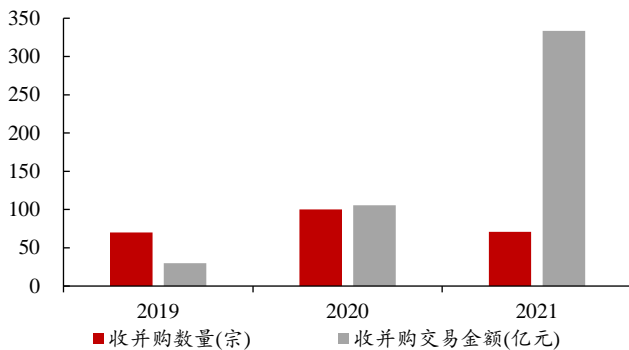
收并购仍为在管面积快速扩张主要路径，融资难度提升等或限制并购规模增长。与2020年类似，2021年在管面积增速最快的公司仍为在期内开展相对较大规模收并购的公司，如合景悠活（全年在管面积同比增长396%、新增约1.6亿平，其中主要收购标的雪松及上海申勤2020年末在管面积超1.04亿平）、第一服务控股（全年在管面积同比增长173%、新增3298万平，收购标的大连亚航、青岛洛航在管面积合计约3900万方）、碧桂园服务（全年在管面积同比增长103%、新增约3.9亿平，主要收购标的蓝光嘉宝2021年中在管面积约1.3亿平、



富力物业旗下富良环球涉及在管面积约 6600 万方) 等。2021 年, 物管板块股权融资相对畅通、部分房企现金流短缺等共同带动行业收并购交易金额及涉及管理规模大幅提升, 对部分公司而言后续整合情况将成为重要课题。

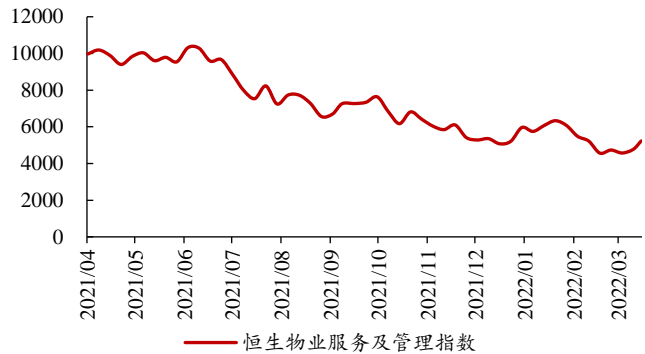
部分资金充裕的物管企业或有望继续支撑行业并购规模的增长。在 2021 年下半年以来地产行业风险的影响下, 物管板块股权融资难度有所提升、目前金融机构并购贷款投放更多针对地产开发项目(截至目前物管板块仅华润万象生活获并购贷款额度), 或将对部分物管企业后续的并购能力、行业并购规模和行业管理规模的增长带来一定影响。截至 2021 年末, 华润万象生活、碧桂园服务、世茂服务、保利物业等在手资金较为充裕, 分别达约 137.0 亿元、116.2 亿元、98.4 亿元、76.9 亿元, 能够为并购业务的开展、自身业绩的增长提供支持; 随着行业并购有所降温、并购标的价格趋于合理, 部分前期并购较少的公司也提升了并购的意向, 如华润万象生活过去的并购行为较少, 2022 年则率先开展并购(收购禹洲旗下物管公司)。

图 6: 2021 年物管行业并购规模大幅提升



数据来源: 中指院, 中达证券研究; 注: 2021 年统计截至 2021 年 12 月 10 日

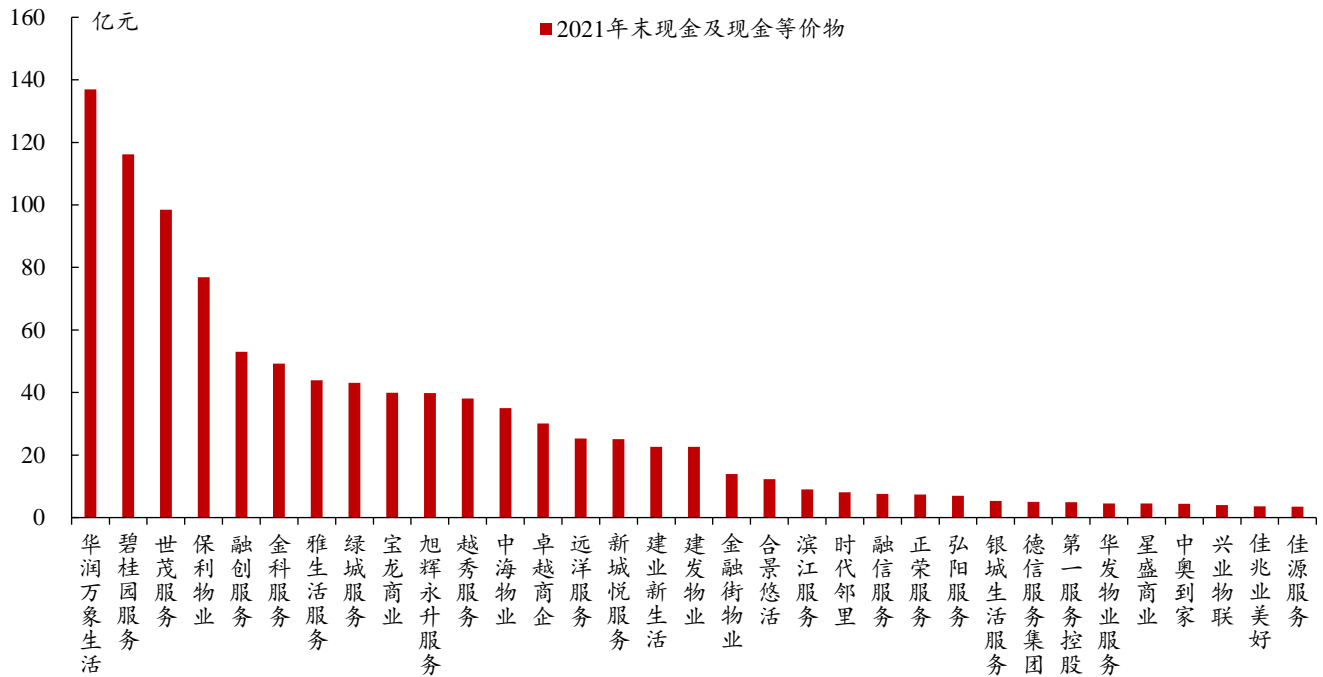
图 7: 2021 年内物业管理板块估值有所承压



数据来源: Wind, 中达证券研究



图 8：华润万象生活、碧桂园服务、世茂服务、保利物业等在手资金较为充裕



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：货币单位已按历史汇率统一为人民币

三方外拓持续发力，综合实力驱动长期成长。市场直拓亦为物管企业规模扩张的重要路径，亦对物管企业在品牌、产品体系等方面的综合实力提出了更高要求。年内，部分物管公司三方外拓进一步发力，如中海物业来自关联方的在管面积占比由 2019 年的 91.9% 下降至 2020 年的 87.4% 和 2021 年的 72.4%，外拓规模持续提升。

地产开发增速下滑、管理规模基数提升，物管企业来自关联房企的在管面积占比继续下降。2021 年，已披露在管项目来源的 24 家物管企业来自关联房企的在管面积占比均有所下降，其中第一服务控股、碧桂园服务、远洋服务降幅最大，分别同比下降 34.9 个百分点、27.4 个百分点、15.1 个百分点，其中第一服务及碧桂园服务的大幅下降主要依托年内大规模的并购，远洋服务则更源于年内对购物中心、写字楼、医院、产业园、物流园、数据中心、学校、政府大楼等丰富业态的拓展。近年来龙头房企土储建面增速持续下滑、同时物管公司在管面积持续快速提升，2021 年主流物管公司关联房企土储建面对其合约面积的覆盖倍数均小于 1 倍，预计未来关联房企项目占物管公司在管面积的比重或将进一步下降；**并购资金的充裕程度、并购整合的能力、支持市场直拓的品牌力及服务力将成为物管企业规模扩张的核心竞争力。**

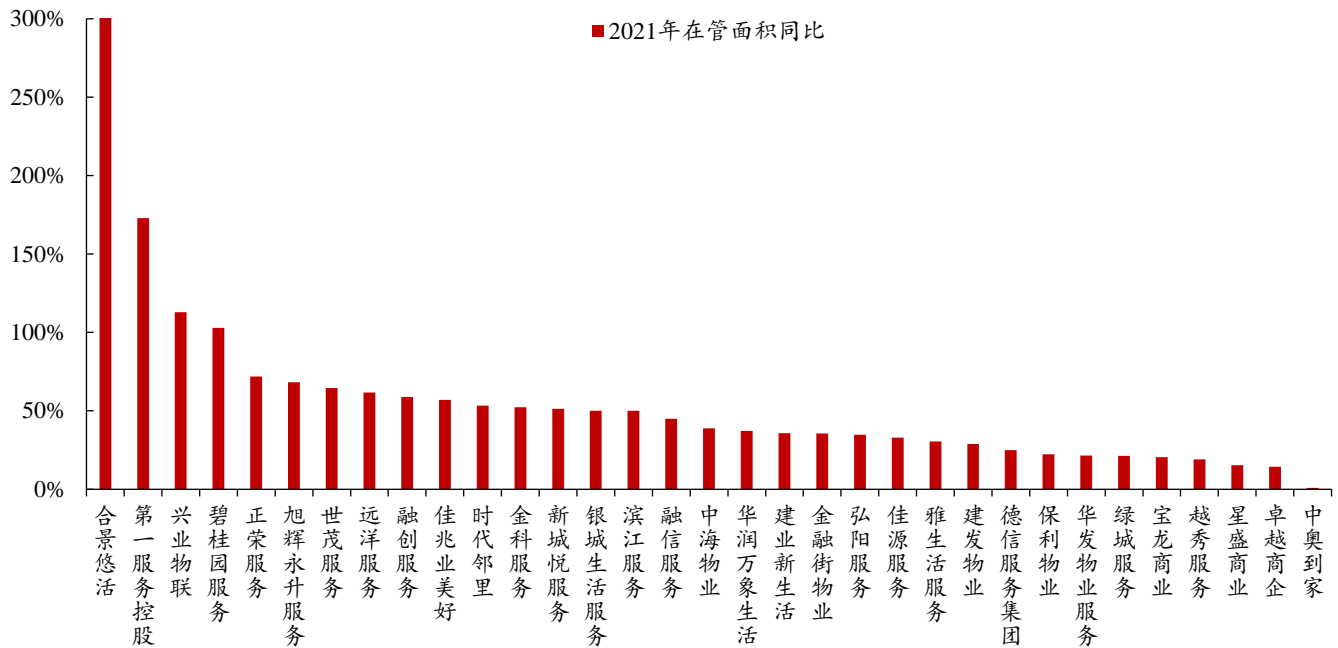
表 2：上市物管企业在管面积同比增速均值约 59%、中位数约 42%

公司	证券代码	在管面积			合约面积		
		2021年末 (万平)	较2020年末 增长	2020年 同比	2021年末 (万平)	较2020年末 增长	2020年 同比
合景悠活	3913.HK	20612	396%	92%	23118	333%	57%
第一服务控股	2107.HK	5206	173%	39%	7402	99%	45%
兴业物联	9916.HK	660	113%	29%	1060	121%	17%
碧桂园服务	6098.HK	76570	103%	37%	143790	75%	20%
正荣服务	6958.HK	7098	72%	80%	10406	19%	136%
旭辉永升服务	1995.HK	17104	68%	56%	27077	49%	64%
世茂服务	0873.HK	24050	65%	114%	30800	53%	99%
远洋服务	6677.HK	7348	62%	12%	10586	49%	20%
融创服务	1516.HK	21474	59%	155%	35840	36%	67%
佳兆业美好	2168.HK	9027	57%	24%	12689	64%	44%
时代邻里	9928.HK	10551	53%	79%	13202	62%	66%
金科服务	9666.HK	23786	52%	30%	35980	30%	12%
新城悦服务	1755.HK	15353	51%	69%	27885	37%	33%
银城生活服务	1922.HK	5876	50%	50%	6194	45%	39%
滨江服务	3316.HK	2995	50%	39%	4978	40%	32%
融信服务	2207.HK	2888	45%	26%	4457	17%	39%
中海物业	2669.HK	26000	39%	24%	-	-	-
华润万象生活	1209.HK	16242	37%	15%	20892	30%	25%
建业新生活	9983.HK	13588	36%	76%	23680	27%	63%
金融街物业	1502.HK	3350	36%	24%	3620	29%	32%
弘阳服务	1971.HK	3639	35%	71%	5259	32%	45%
佳源服务	1153.HK	4190	33%	20%	6270	26%	28%
雅生活服务	3319.HK	48888	30%	112%	63310	21%	75%
建发物业	2156.HK	3304	29%	24%	7387	56%	36%
德信服务集团	2215.HK	3111	25%	21%	4636	22%	22%
保利物业	6049.HK	46531	22%	32%	65626	16%	14%
华发物业服务	0982.HK	2030	22%	27%	3860	40%	13%
绿城服务	2869.HK	30410	21%	18%	65180	22%	20%
宝龙商业	9909.HK	2766	20%	24%	4401	27%	22%
越秀服务	6626.HK	3887	19%	49%	5838	17%	37%
星盛商业	6668.HK	182	15%	20%	390	19%	11%
卓越商企	6989.HK	3664	14%	36%	5680	27%	35%
中奥到家	1538.HK	6610	1%	0%	7230	0%	0%
平均			59%	48%		50%	41%
中位数			42%	34%		32%	35%

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：由于部分公司公告在管面积单位为亿平、百万平等，同比增速计算或略有偏差；宝龙商业、华润万象生活、合景悠活包含商业物管面积；碧桂园服务不包含三供一业面积

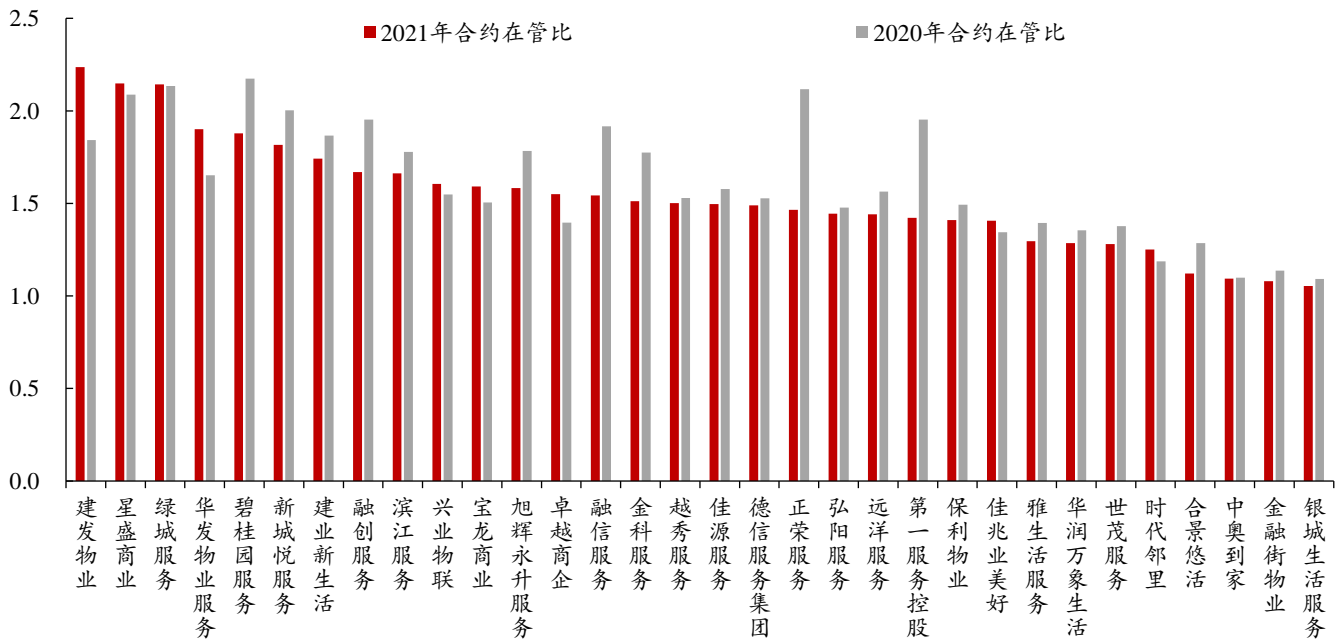


图 9：合景悠活、第一服务控股、兴业物联在管面积增速较高



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：由于部分公司公告在管面积单位为亿平、百万平等，同比增速计算或略有偏差；宝龙商业、华润万象生活、合景悠活包含商业物管面积；碧桂园服务不包含三供一业面积

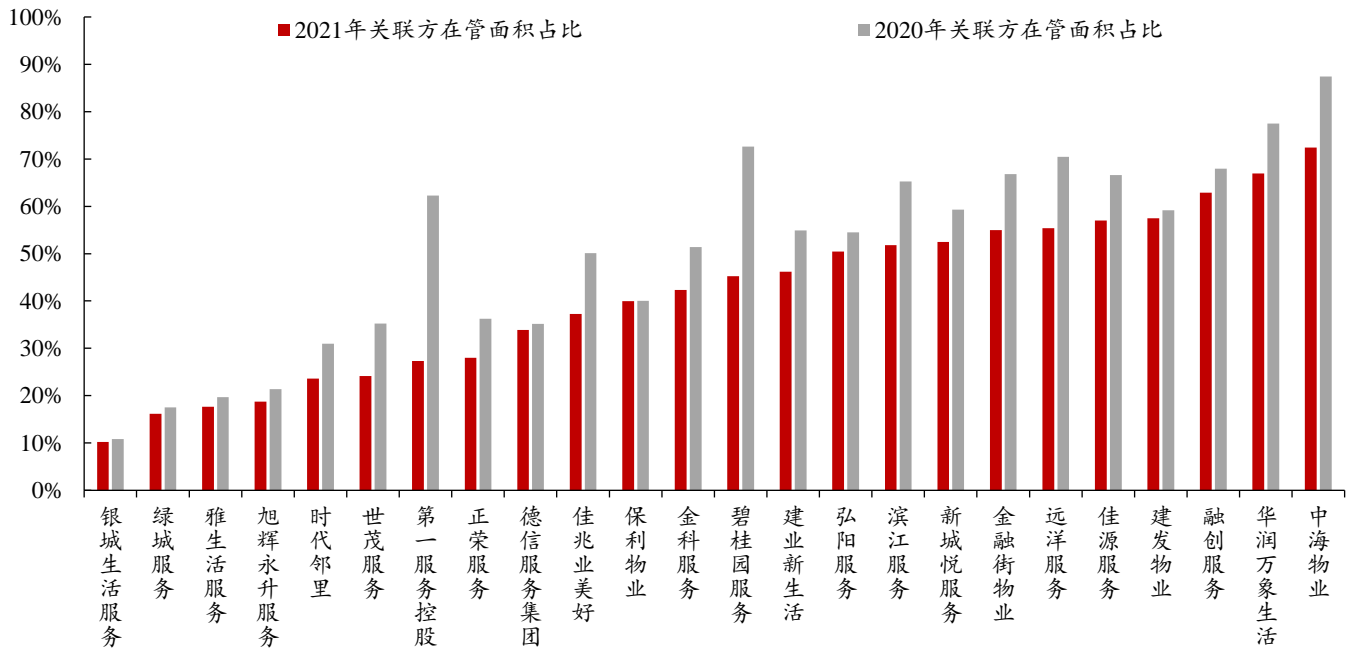
图 10：建发物业、星盛商业、绿城服务合约与在管面积之比较高



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：由于部分公司公告在管面积单位为亿平、百万平等，同比增速计算或略有偏差；宝龙商业、华润万象生活、合景悠活包含商业物管面积；碧桂园服务不包含三供一业面积

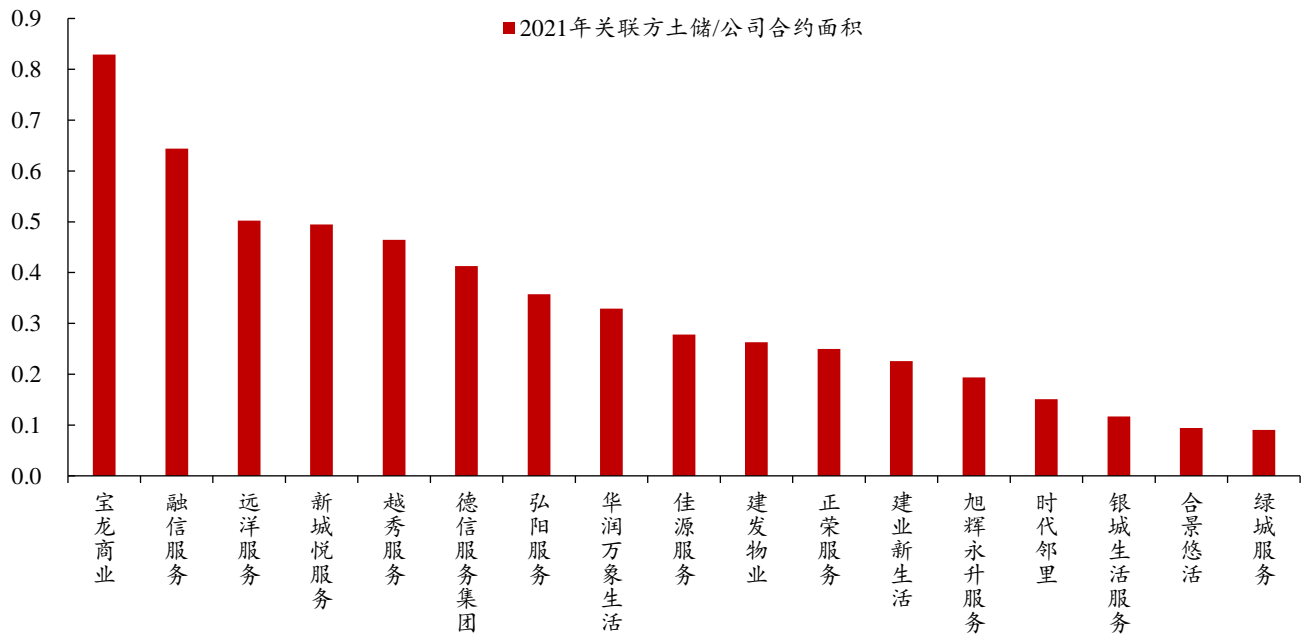


图 11：第一服务控股、碧桂园服务、远洋服务来自关联开发企业的在管面积占比降幅较大



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：由于部分公司公告在管面积单位为亿平、百万平等，占比计算或略有偏差；宝龙商业、华润万象生活、合景悠活包含商业物管面积；碧桂园服务不包含三供一业面积

图 12：宝龙商业、融信服务、远洋服务关联方土储/公司合约面积相对较大

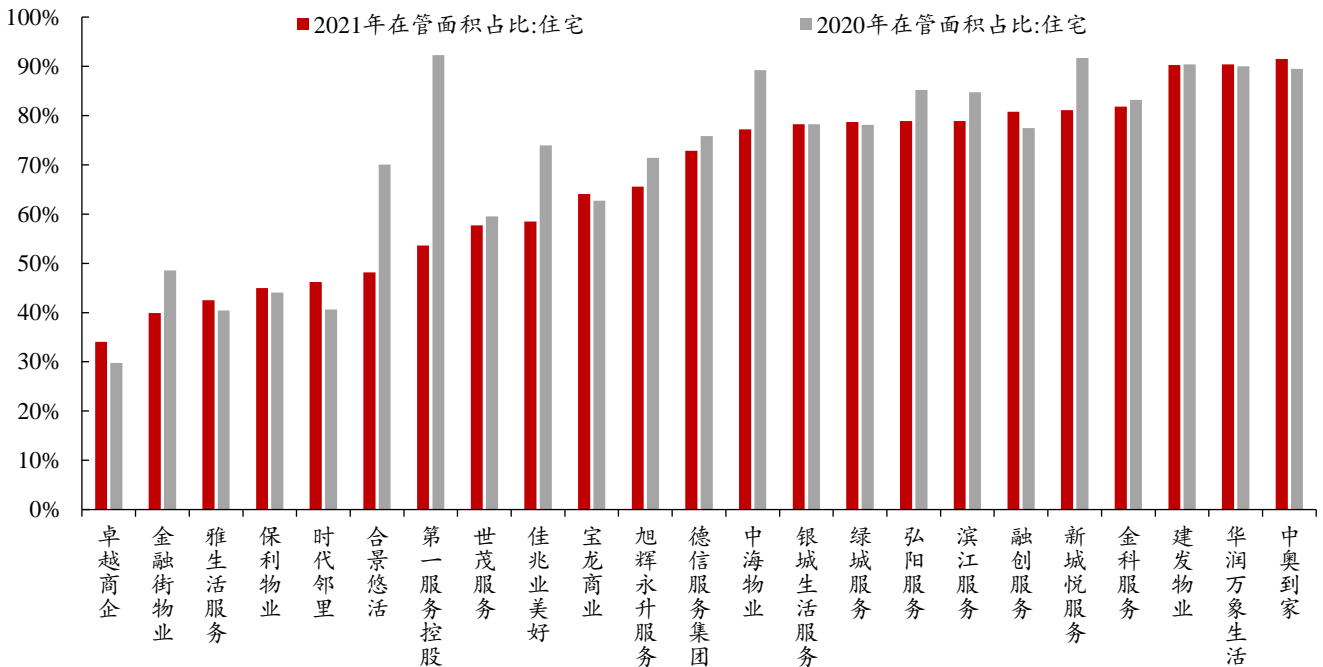


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：碧桂园土储为权益口径，未纳入比较；由于部分公司公告在管面积及土储单位为亿平、百万平等，计算或略有偏差



非住业态占比持续提升，公建为外拓重要业态。从业态上看，2020年来在管业态占比数据完全的23家物管企业中，13家公司2021年住宅在管面积占比有所下降，其中第一服务控股、合景悠活、佳兆业美好住宅在管面积降幅最大，分别达38.6个百分点、21.9个百分点、15.4个百分点。政府公建类物业为众多物管企业外拓的重要组成部分，多个民营物管企业通过收购相关专业公司进入城市服务或公建等业态、部分国有物管企业在政府相关物业的市场拓展上或更具优势，如华润万象生活在管面积中城市公共空间的占比由2020年的6.3%快速提升至2021年的18.9%、保利物业2021年新增在管面积中公共服务业态涉及金额占比达50%。

图 13：第一服务控股、合景悠活、佳兆业美好住宅在管面积占比降幅较大



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：由于部分公司公告在管面积及土储单位为亿平、百万平等，计算或略有偏差

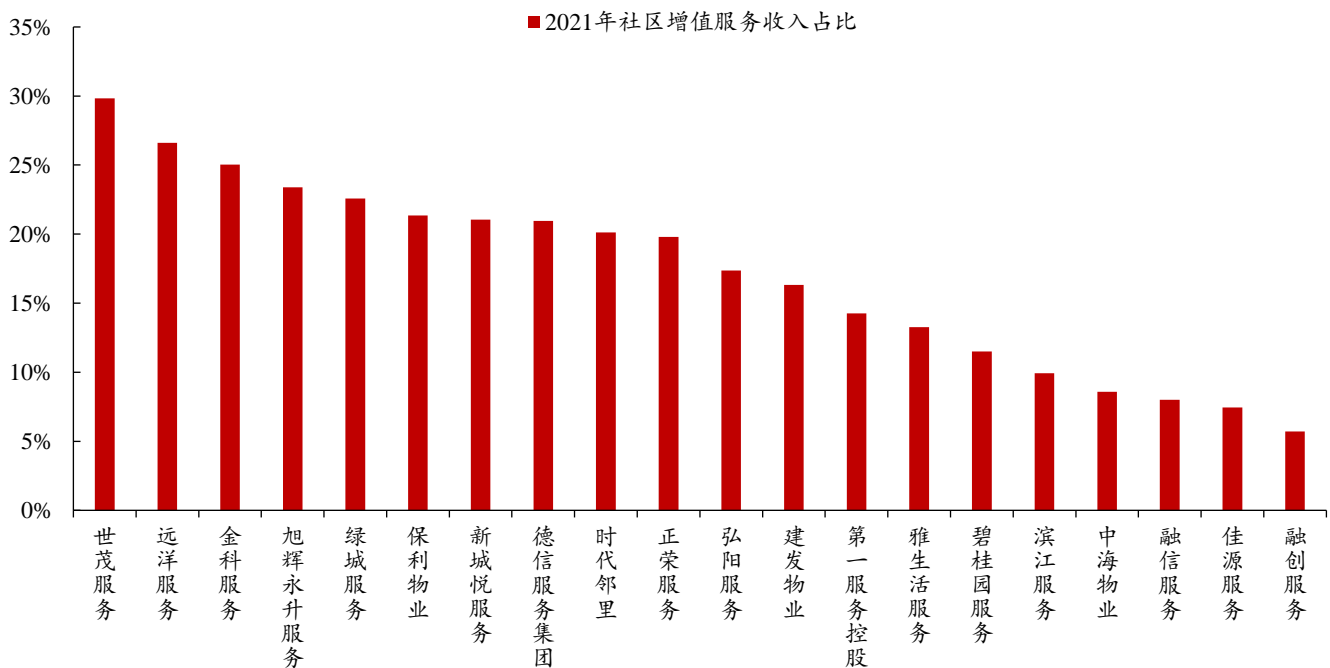
3. 社区增值更趋完善，案场咨询占比下降

社区增值服务成部分物管公司第二大收入来源，物管公司重点增值服务类别呈现出一定一致性。各物管公司对基础物管服务以外的业务分类不尽相同，可比范围内社区增值服务发展态势良好、2021年为10家物管公司收入的第二大组成部分（2020年：5家），其中世茂服务、远洋服务、金科服务、旭辉永升服务社区增值服务收入占比较高，分别达到29.8%、26.6%、25.0%、23.4%。社区增值服务曾经为市场带来了充足的想象空间，而目前各公司在业务的选择上则呈



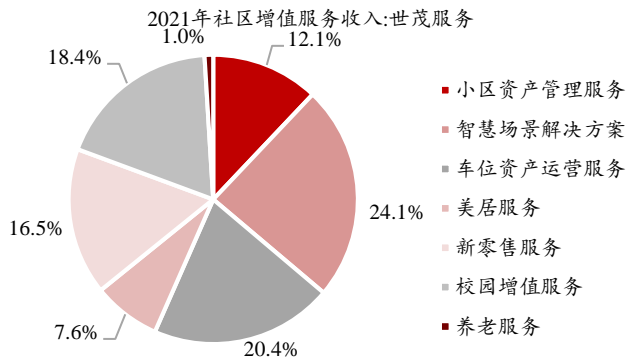
现出一定的一致性、业务结构则存在一定差异，主要包含社区空间运营及广告、社区零售、家装美居和房地产经纪四大类别，上述业务也在 2021 年内取得了较快的收入增长。从既有社区增值业务的情况来看，运营模式的探索、团队的培养使得部分物管公司成功提升了相应业务的渗透率和用户粘性，部分目前已相对成熟的业务有收入有望随着在管规模的提升而继续快速增长；另一方面也必须承认，尽管业主增值服务的潜在赛道看似繁多，但物管公司新业务的落地仍具备挑战，多个业务收入目前的快速增长在一定程度上也反映出在相应业务仍处于相对早期的发展阶段。

图 14：世茂服务、远洋服务、金科服务社区增值服务收入占比较高



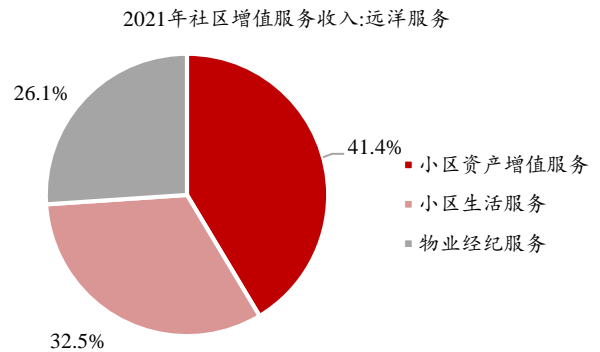
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 15：世茂服务社区增值服务以社区空间运营为主



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 16：远洋服务社区增值服务收入结构更为均衡



数据来源：公司公告，中达证券研究

以案场咨询为代表的非业主增值服务占比整体有所下降。2021年，以案场服务为主的非业主增值服务在物管企业收入中的占比整体而言有所下降，可比口径下非业主增值服务为9家物管企业的第二大收入来源（2020年：9家为第二大收入来源、1家为最大收入来源）；公司层面上，正荣服务、新城悦服务、融创服务非业主增值服务占比降幅较大，分别同比下降约9.9个百分点、6.5个百分点、3.5个百分点。从业务结构来看，正荣服务、融创服务非业主增值服务占比的下降主要源于在管规模大幅提升带来的基础物管收入的快速增长，新城悦则主要源于社区增值业务的进一步发展；从非业主增值服务本身来看，物管公司面向开发商的案场服务及咨询服务受上年房地产销售施工乏力影响，同时线上化等新型营销方式和贝壳等中介渠道也对物管公司上述服务的增长带来了一定压力。相对于基础物管和业主增值服务而言，物管公司的非业主增值服务增长动力相对偏弱，后续收入占比可能继续降低；这也从另一角度表明物管公司对房企的依赖度将继续下降。

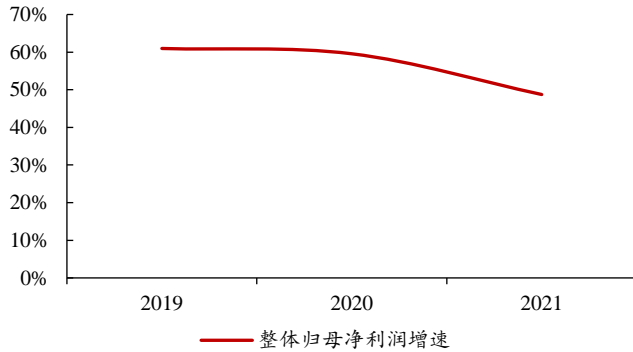
4. 归母净利润高速增长，盈利能力变动分化

整体归母净利润增近五成，毛利率变化方向呈现差异。2021年，上市物管企业整体归母净利润同比增长48.7%（2020年：59.6%），略低于整体营收增速的49.5%。部分大型物管企业毛利率的下滑对整体归母净利润增速带来了拖累，营收规模领先的碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务2021年毛利率分别同比下滑3.2个百分点、2.2个百分点、0.5个百分点。从毛利率的变化来看，2021年上市物管企业平均毛利率提升了0.3个百分点至29.9%、各公司毛利率变化方向呈现差异，32具备完整可比历史数据的物管企业中16家毛利率有所下降、16

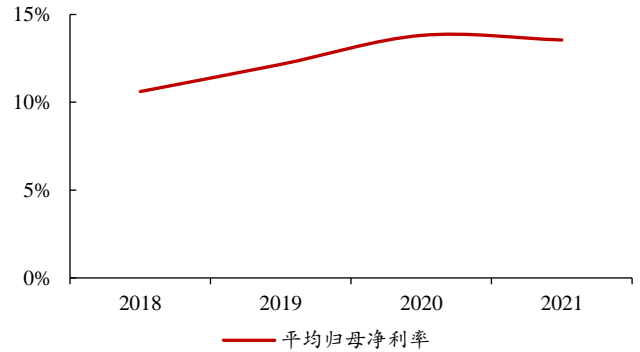


家有所上升，毛利率下滑公司数量有所增加（2019及2020年毛利率下滑公司数量均为9家）。社保政策减免、城市服务等低毛利业务占比提升、上市前后与关联房企的成本划分变化等均为当前毛利率变化趋势呈现差异的可能原因。

图 17：上市物企整体归母净利增速下滑 10.8pct 至 48.7% 图 18：平均归母净利率同比下降 0.3pct 至 13.5%

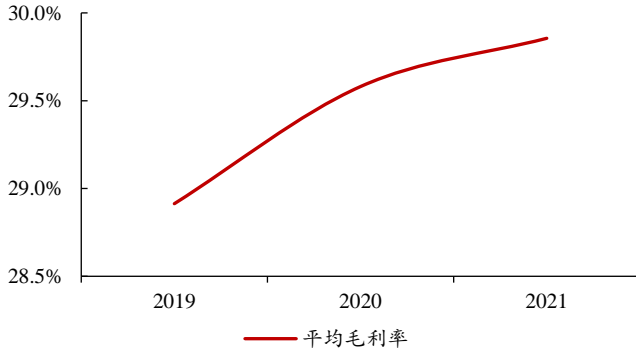


数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算



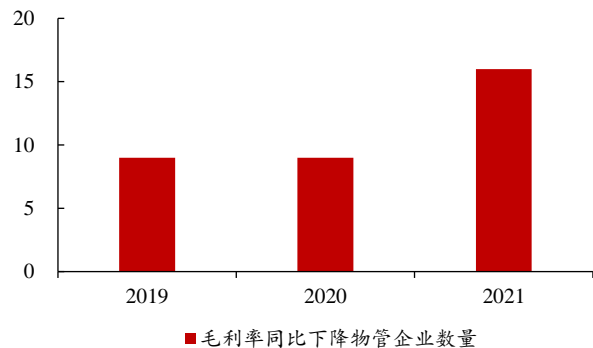
数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算

图 19：上市物企平均毛利率同比提升 0.3pct 至 29.9%



数据来源：Wind，中达证券研究

图 20：2021 年毛利率同比下降物管企业数量明显增加



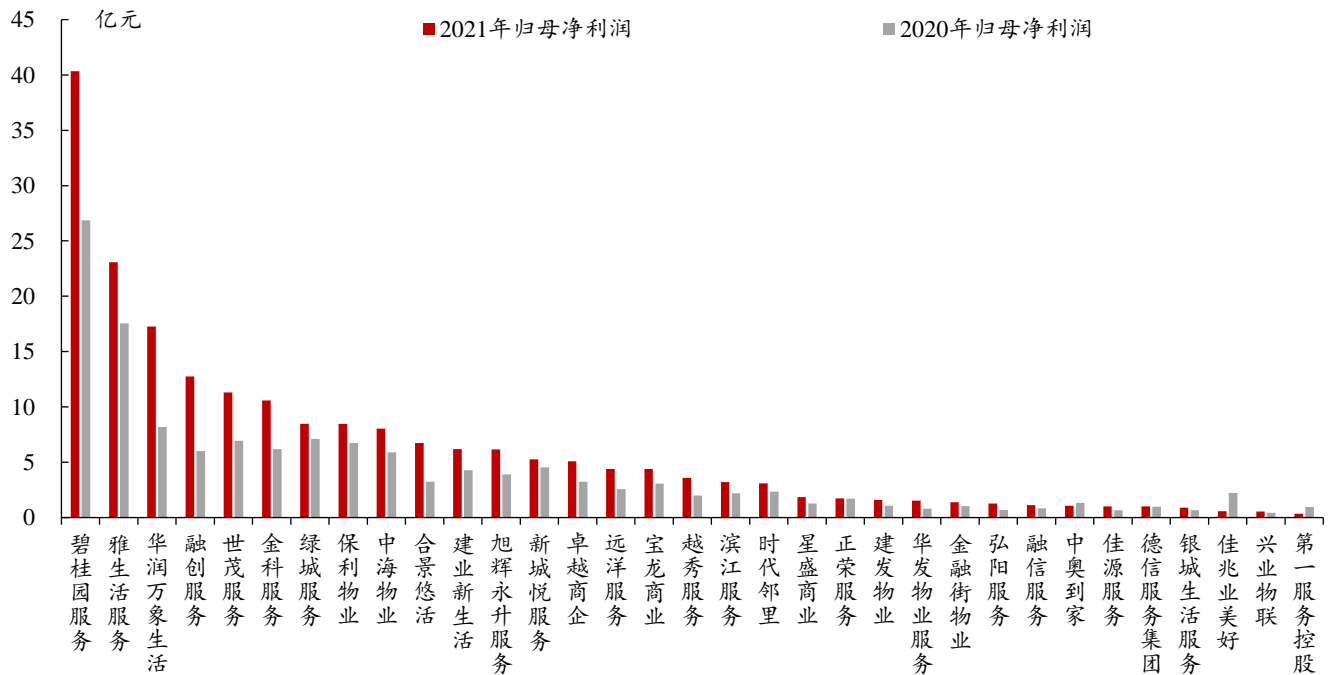
数据来源：Wind，中达证券研究

2021 年归母净利超 20 亿的物管企业数量增至 2 家，毛利率均小幅下降。2021 年，归母净利润超过 20 亿元的物管企业新增 1 家（雅生活服务）至 2 家，分别为碧桂园服务（40.3 亿元，同比+50.2%）、雅生活服务（23.1 亿元，同比+31.6%），行业内部盈利规模分化继续扩大。如前所述，上述物管企业的归母净利增速均低于营收增速，共同原因包括社保减免政策取消、毛利率偏低的城市服务收入占比提升（碧桂园服务/雅生活服务城市服务收入占比分别同比提升 10.0%/5.0%）、并购等带来的无形资产摊销大幅增长（碧桂园服务/雅生活服务计入销售成本的无形资产摊销分别同比增长 377.1%/55.9%）等，另外设备升级



维修费用增加等影响了碧桂园服务盈利能力，对部分毛利偏低增值服务的战略布局带动雅生活服务业主增值服务毛利率有所下降。新房开发销售放缓背景下部分物管企业管理规模的快速扩大可能对应项目楼龄的提升、维修改善支出的增加或难以避免，未来物管企业的科技应用和管理效率提升可能对冲其对毛利率的影响；另外，物管公司在管理业态和增值服务方面的布局仍在继续扩张，探索业务盈利模式的过程中毛利率出现波动并非罕见，后续增值服务收入占比的提升有望持续支持物管企业的盈利空间。

图 21：碧桂园服务、雅生活服务 2021 年归母净利润超 20 亿元



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币；华发物业服务为持续经营业务口径

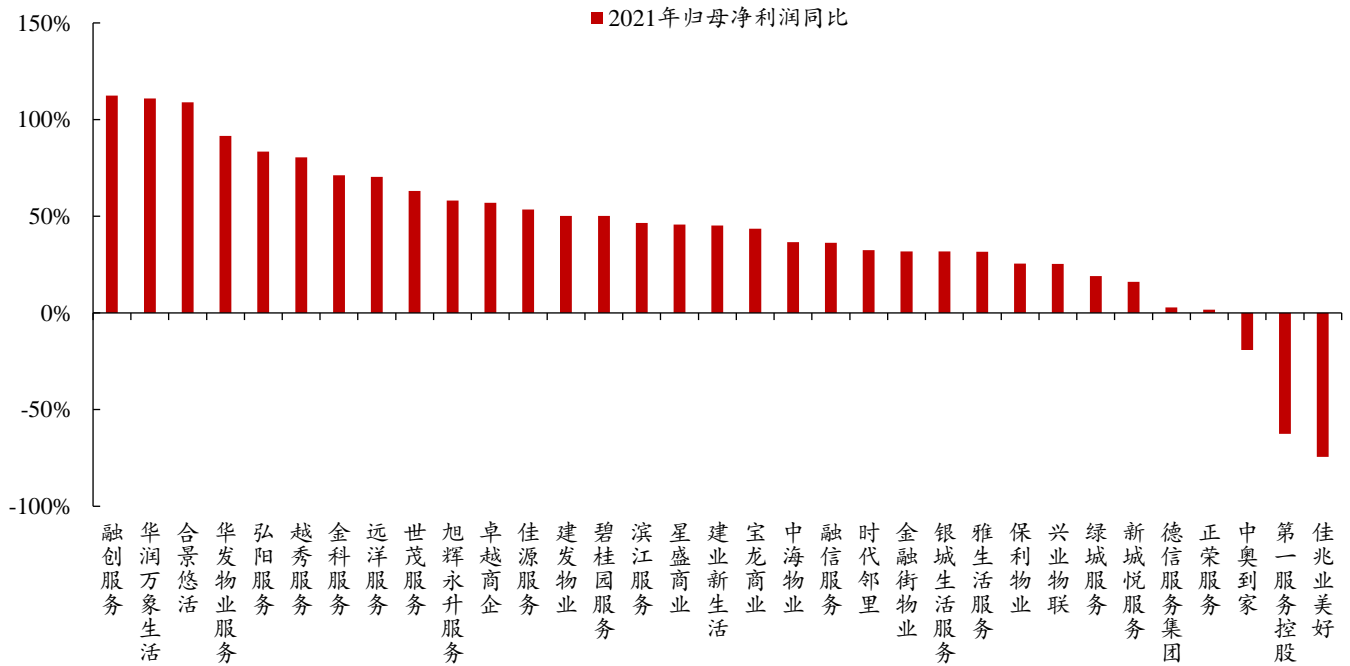
收入模式变化、规模效应、高毛利业务发展等带动部分物管公司盈利能力提升。

2021 年，融创服务、华润万象生活、合景悠活归母净利润增速较快，分别同比增长 112.4%、110.9%、108.9%，其中合景悠活、融创服务营收增速均较为领先，华润万象生活的业绩高增主要由盈利能力提升带动。盈利能力方面，2021 年，华润万象生活、融创服务、远洋服务 2021 年毛利率提升幅度较大，毛利率分别同比提升 4.1pct、3.9pct、2.5pct；华润万象生活、星盛商业、华发物业服务归母净利率提升幅度较大，分别同比提升 7.4pct、3.6pct、3.4pct。上述公司盈利能力提升的驱动因素主要包括：**1) 收入模式变化**：华润万象生活 2020 年 7 月起将购物中心物业管理服务的收入模式由包干制转化为酬金制（毛利率 100%）。**2) 规模效应、成本管控等成效显著**：规模经济效应、降本增效措施实施等带动融创服务基础物管服务毛利率同比提升 4.1 个百分点至 25.7%。**3) 继续拓展**



高毛利业务：如融创服务通过收购融创文旅商业运营管理公司获取大量商管项目，全年商业运营管理服务收入增加 1.73 亿元至 1.76 亿元、业务毛利率亦由 2020 年的 20.9% 提升至 2021 年的 79.2%，高毛利项目收入规模和毛利率的提升有效拉动了整体盈利能力。

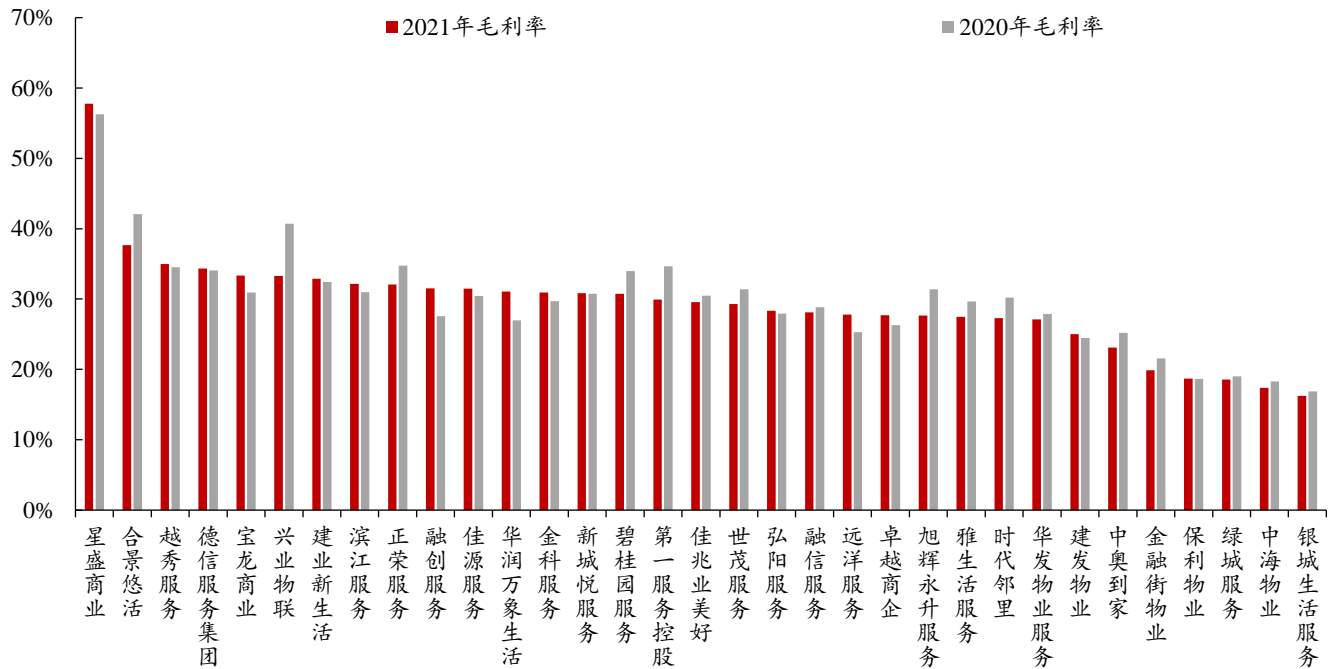
图 22：融创服务、华润万象生活、合景悠活 2021 年归母净利润增速较快



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：华发物业服务为持续经营业务口径

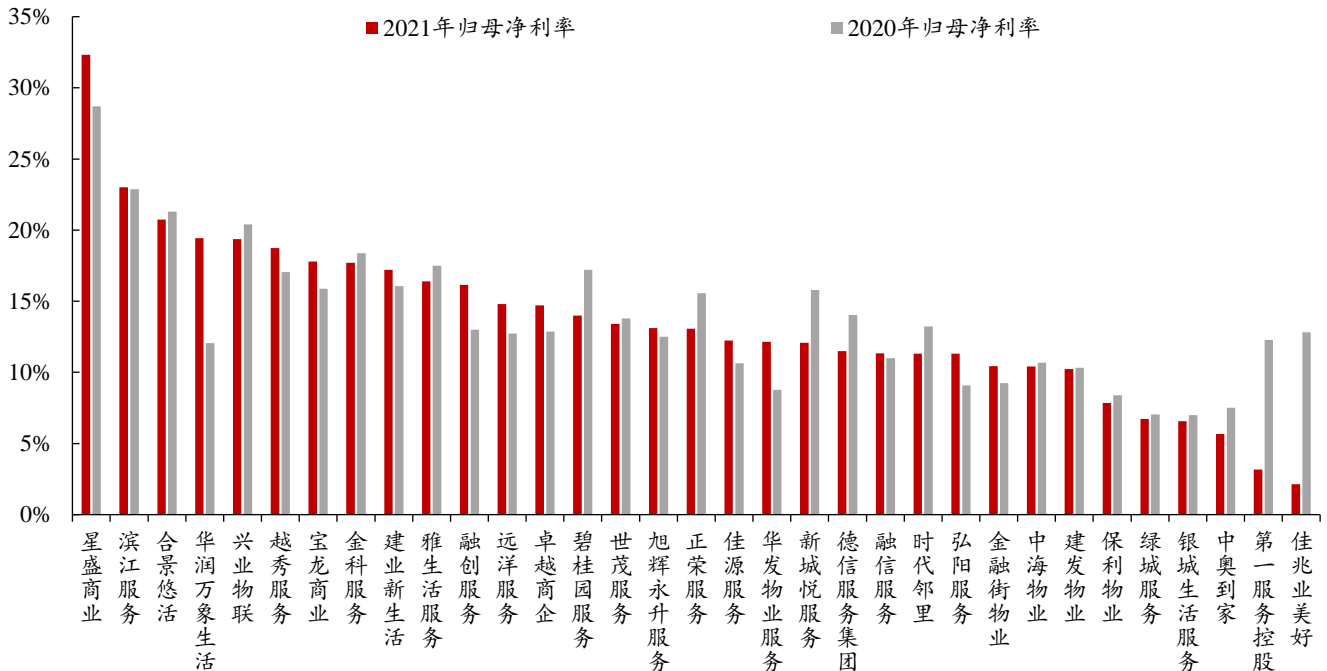


图 23: 华润万象生活、融创服务、远洋服务 2021 年毛利率提升幅度较大



数据来源: Wind, 公司公告, 中达证券研究

图 24: 华润万象生活、星盛商业、华发物业服务 2021 年归母净利润率提升幅度较大



数据来源: Wind, 公司公告, 中达证券研究; 注: 华发物业服务为持续经营业务口径



5. 外拓能力更趋关键，业务体系增厚盈利

外拓能力更趋关键，业务体系增厚盈利。依托于在管规模的稳步提升和服务体系的持续完善，物管板块 2021 年全年业绩成功保持高速增长。随着在管规模基数不断扩大、地产开发销售增速放缓，市场直拓能力将更趋关键，拥有更强品牌力和服务力及国企背景的物管企业在规模扩张方面或更具优势；另外，部分企业充沛的在手资金、相对畅通的融资渠道或有望对行业并购规模及自身业绩增长提供有力支持。另一方面，目前各物管公司的增值服务多处于相对较早的发展阶段，在业务体系的持续完善下，相对成熟业务渗透率和客户粘性的提升、新兴业务的发展均有望继续支撑行业盈利的增长。在基础物管和多元业务的健康发展下，业绩的持续释放有望对相关资产价格提供支撑。

表 3：上市物业管理公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	22E EPS	22E PE	23E EPS	23E PE	2022E NP (人民币 亿元)	YoY	2023E NP (人民币 亿元)	YoY	市值 (人民币 亿元)	股本 (亿股)
碧桂园服务	6098 HK Equity	31.52	2.47	12.75	3.22	9.81	83.18	37.2%	108.17	30.0%	1057.77	33.65
华润万象生活	1209 HK Equity	33.55	1.30	25.80	1.75	19.23	29.69	34.3%	39.83	34.2%	771.29	22.83
中海物业	2669 HK Equity	8.10	0.51	16.03	0.66	12.26	16.60	29.8%	21.71	30.8%	263.20	32.87
保利物业	6049 HK Equity	47.06	2.56	18.38	3.21	14.65	13.65	26.8%	17.13	25.5%	255.66	5.33
绿城服务	2869 HK Equity	7.00	0.42	16.52	0.53	13.12	13.76	27.7%	17.33	26.0%	225.94	32.46
旭辉永升服务	1995 HK Equity	10.08	0.71	14.27	0.90	11.14	12.37	38.1%	15.86	28.2%	173.47	17.53
金科服务	9666 HK Equity	25.56	3.31	7.73	3.98	6.42	21.59	38.2%	25.98	20.3%	162.34	6.53
雅生活服务	3319 HK Equity	10.97	2.63	4.17	2.77	3.96	37.34	26.0%	39.31	5.3%	156.45	14.20
融创服务	1516 HK Equity	4.47	0.75	5.97	0.91	4.91	23.07	30.8%	28.06	21.6%	134.37	30.78
世茂服务	873 HK Equity	4.11	0.96	4.29	0.74	5.56	23.62	38.3%	18.22	-22.9%	100.12	24.68
新城悦服务	1755 HK Equity	9.12	1.39	6.55	1.67	5.47	12.12	37.0%	14.51	19.8%	79.66	8.70
合景悠活	3913 HK Equity	3.00	0.61	4.90	0.69	4.37	12.35	29.2%	13.87	12.3%	59.41	20.17
滨江服务	3316 HK Equity	19.64	2.26	8.68	2.96	6.63	6.26	33.7%	8.19	30.9%	53.26	2.76
卓越商企服务	6989 HK Equity	3.89	0.80	4.87	1.03	3.77	9.75	32.2%	12.60	29.2%	48.71	12.20
建业新生活	9983 HK Equity	3.65	0.84	4.36	1.07	3.40	10.64	30.4%	13.64	28.3%	46.23	12.69
宝龙商业	9909 HK Equity	7.03	1.29	5.46	1.63	4.31	8.28	32.9%	10.48	26.5%	44.54	6.43
星盛商业	6668 HK Equity	2.47	0.34	7.25	0.43	5.71	3.48	34.0%	4.42	26.9%	24.33	10.20
时代邻里	9928 HK Equity	2.00	0.51	3.92	0.62	3.22	5.04	23.7%	6.13	21.6%	18.95	9.86
正荣服务	6958 HK Equity	0.87	0.53	1.62	0.71	1.22	5.54	39.0%	7.38	33.1%	9.43	10.38

数据来源：Bloomberg 一致预期，中达证券研究；注：数据截至 2022 年 4 月 6 日，货币单位已统一为人民币

风险提示：

1. 行业调控及融资政策或存在一定不确定性；
2. 宏观经济波动可能对行业内企业经营造成一定影响；
3. 疫情控制具有不确定性。



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

- 买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
- 增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；
- 持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

- 强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
- 中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。