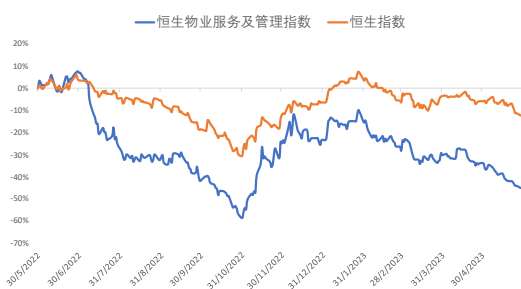


物业管理行业

推荐 (维持)

恒生物业服务及管理指数对比恒生指数



指数	1 年表现
恒生物业服务及管理指数	-45.07%
恒生指数	-12.28%

数据来源: Bloomberg、恒大证券研究中心

重点公司

重点公司	当前价 (港元)	目标价 (港元)	评级
华润万象生活	36.35	50.40	强烈推荐
保利物业*	37.90	63.65	强烈推荐
碧桂园服务	9.08	22.91	强烈推荐
越秀服务*	2.95	5.40	强烈推荐
雅生活服务*	4.86	10.33	强烈推荐
万物云*	26.85	49.49	强烈推荐

数据来源: Bloomberg、恒大证券研究中心, 资料截至

29/5/2023, *彭博一致评级

恒大证券研究中心分析员:

黄俊泓

Lolo Wong

852 3550 6934

lolo.wong@gisf.hk

物业管理行业深度报告

细说物管 3 大投资价值及 2 大选股逻辑

将物管板块的发展分为 3 个阶段, 针对 3 个主要问题:

第一阶段: 下跌期, 市场对物管板块的担忧是什么? 2021 年 6 月 30 日至 2022 年 10 月 31 日, 物管指数最大跌幅达 83.25%。下跌原因直接源自于房地产, 在「三道紅線」的严格执行之下房地产行业銷售及債務風險形勢急劇惡化, 导致市场出现对物管公司 2 大担忧: 1) 独立性的担忧, 属于对估值的担忧; 2) 关联业务下滑的担忧, 属于对盈利的担忧。

第二阶段: 修复期, 为何物管板块仍然值得投资? 2022 年 11 月起, 房地产政策底推动物管行业出现明显修复, 在认清房地产发展模式 (适当杠杆、适当负债) 后, 物管行业仍然有其投资价值: 1) 中国住房存有真实需求, 支持物管市场规模发展: 根据测算 2023-2030 年七年间的中国住房真实需求仍然超 95 亿平方米, 后续新增的住房面积提供了物业管理的需求; 2) 政策持续推动, 增值服务发展可期: 物管公司深化自身增值业务能成为增长亮点, 蕴藏各民生服务的投资机会。借鉴北美物管龙头, 中国物管公司增值服务占比尚有 30-40% 的发展空间; 3) 估值处于历史底部位置: 物管行业估值仍然处于 3 年较低位置, 目前估值约处于 -1 个标准差水平, 若行业估值能够修复至中值, 约有 69% 的修复空间。

第三阶段: 优胜公司跑出期, 如何选择优胜物管公司? 未来, 预计优胜物管公司能够跑出, 展现公司的长期投资价值。然而, 拥有以下两种特质的物管公司将更大机率成为后续在行业跑出的优胜物管公司: 1) 安全的关联方: 当中分为 i) 基本要求 - 不拖累物管公司, 主要以违约风险、融资能力判定, 以及 ii) 进阶要求 - 支持物管公司, 主要以房地产销售稳定性、复苏速度判定; 2) 独立多元的发展能力: 当中分为: i) 外拓能力, 这是物管公司保持长期增长的重要驱动因素, 主要以物管公司来至第三方的在管面积占比判定、ii) 第二增长曲线, 将有利于物管公司获得差异化优势, 主要包括商业管理以及城市服务。

投资建议: 在物管行业经历重大转变的背景下, 投资者当前仍然对物业管理行业持观望态度。但在认清物管行业未来潜在的投资价值后, 当前仍有部署优胜物管公司的空间。经过梳理后, 当前建议关注华润万象生活、保利物业、碧桂园服务、越秀服务、雅生活服务、万物云。

风险因素: 房企债务问题、房地产数据发展不及预期、物企多元业务发展不及预期。

内容目录

报告目的.....	4
第一阶段：下跌期（市场对物管板块的担忧是什么？）	5
第一，物管公司独立性的担忧，属于对估值的担忧	5
第二，物管公司关联业务下滑的担忧，属于对盈利的担忧	6
第二阶段：修复期（为何物管板块仍然值得投资？）	9
物管板块出现估值修复	9
房地产发展模式改变，高杠杆高负债不再	12
物管行业尚有投资价值	13
投资价值一：中国住房存有真实需求，支持物管市场规模发展	14
投资价值二：政策持续推动，增值服务发展可期	16
投资价值三：估值处于历史底部位置	21
第三阶段：优胜公司跑出期（如何选择优胜物管公司？）	23
第一特质：安全的关联方	23
1) 基本要求：不拖累物管公司	23
2) 进阶要求：支持物管公司	26
第二特质：独立多元的发展能力	27
1) 外拓能力	27
2) 第二增长曲线	29
投资建议	39
风险因素	41

图表目录

图 1: 物业管理板块发展的 3 个阶段	4
图 2: 2022 年商品房销售下行	7
图 3: 2022 年关联房地产公司显示下行	7
图 4: 2022 年房地产投资下行	7
图 5: 2022 年房地产开工、竣工面积下行	7
图 6: 2022 年关联方的在管面积贡献占比	8
图 7: 2022 年非业主增值服务收入占比	8
图 8: 物业管理公司总收入预测(亿元)	15
图 9: 物管公司社区增值服务收入占比	19
图 10: 中国按服务类型划分的物业管理服务公司总收入(2016 年至 2026 年(预计))	20
图 11: 主要物管公司 PE 以及标准差	21
图 12: 主要民企物管公司 PE 以及标准差	21
图 13: 主要国企物管公司 PE 以及标准差	21
图 14: 彭博违约风险	24
图 15: 2022 年主要物管公司第三方在管面积占比	28
图 16: 历年物管行业社区增值服务收入及同比	29
图 17: 主要物管公司物管及商管业务毛利率对比	30
图 18: 2016 年至 2026 年(估计)中国购物中心运营服务市场在管总建筑面积	31
图 19: 2016 年至 2026 年(估计)中国购物中心运营服务提供商总收入	31
图 20: 华润万象生活购物中心项目	32
图 21: 华润万象生活购物中心在管建筑面积	32
图 22: 华润万象生活重奢购物中心项目数量	32
图 23: 华润万象生活合作国际奢侈品牌及品牌店铺数目	32
图 24: 华润万象生活购物中心零售额排名及占比	32
图 25: 主要物管公司城市服务收入、面积占比	36
图 26: 主要物管公司城市服务及物管毛利率对比	36
图 27: 中国城镇可支配收入及城镇化率	37
图 28: 2017-2026(估计)中国城市服务市场总收入	37
表 1: 房地产公司占用资金例子	6
表 2: 房地产三箭齐发内容	9
表 3: 国有银行对房地产公司的信贷融资举措(第一支箭)	10
表 4: 中债信用增进公司全额担保房地产公司债券融资举措(第二支箭)	11
表 5: 房地产公司股权融资举措(第三支箭)	11
表 6: 2022 年中央经济工作会议与房地产相关的主要内容	13
表 7: 中国住房需求测算详情	14
表 8: 部分支持物管公司增值服务发展的中央政策	16
表 9: 部分支持物管公司增值服务发展的地方政策	17
表 10: 主要物管公司社区增值服务类别一览	19
表 11: Firstservice 与碧桂园服务增值服务比较	20
表 12: 房地产公司违约机率	24
表 13: 2023 年 4 月房地产企业融资能力	25
表 14: 房地产公司销售情况	26
表 15: 2023 年 Q1 物管公司第三方拓展面积排名(万平方米)	28
表 16: 主要物管公司商管业务业绩情况	32
表 17: 主要物管公司购物中心产品线定位及展示	33
表 18: 主要物管公司城市服务业绩情况	37
表 19: 主要物管公司城市服务品牌简介	38
表 20: 主要物管公司长期投资价值的总汇	40
表 21: 推荐公司估值一览表	40

报告目的

近年随着房地产下行,物业管理板块经历大幅波动,2021年4月19日,恒生物业服务及管理指数推出的第一天收报10053点,其后于2021年6月30日达到的历史至今最高点,收报10608点。同时,2021年中旬房地产开始下行,物管指数随即下行,并于2022年10月31日达指数推出以来的低点1777点,最大跌幅达83.25%。相隔约2年,指数于近期(2023年5月29日)收报2362点,仍然处于指数推出以来的历史底部位置,反映市场仍然对投资物管板块持观望态度。但是,在认清房地产中长期的发展方向后,物管行业仍然有其发展机会以及投资价值,当前是优胜物管公司的良好部署期。

本报告将物管板块的过去与未来的发展分为3个阶段,从中针对3个主要问题,分别为:

第一阶段, 下跌期 (2021年6月30日至2022年10月31日):

市场对物管板块的担忧是什么?

第二阶段, 修复期 (2022年11月1日至今):

为何物管板块仍然值得投资?

第三阶段, 优胜公司跑出期 (未来):

如何选择优胜物管公司?

图1: 物业管理板块发展的3个阶段



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

第一阶段：下跌期（市场对物管板块的担忧是什么？）

我们主要以恒生物业服务及管理指数物管板块表现进行量度，恒生指数公司于2021年4月19日推出恒生物業服務及管理指數，指數提供參考基準以反映在香港上市的约30间（当前为23间）最大物業管理及相關服務公司股價的整體走勢。自2018年起物管公司逐渐在港上市，当时房地产行业蓬勃发展，轻资产的管理模式以及火热的市场气氛使各物管公司取得较高的业绩以及估值，恒生物业服务及管理指数推出的第一天收报10053点，于2021年6月30日达到的历史至今最高点，收报10608点。后续于2022年10月31日达指数推出以来的低点1777点，最大跌幅达83.25%。相隔约2年，指数于近期（2023年5月29日）收报2362点，仍然处于指数推出以来的历史底部位置。在物管拥有轻资产、高现金流的良好经营模式的先天优势之下，到底这1年多的时间发生了什么事导致板块出现这么大的变化？市场到底在担忧什么？

概括来说，物管板块下跌原因直接源自于房地产，在住建部、央行提出的「三道紅線」的严格执行之下，房企的贷款能力大大受限，导致资金链断裂，房企并未有足够的资金继续完成楼盘项目，因此影响销售回款，进一步影响房企资金流，一大批房企陸續陷入違約，并衍生出后来的樓盤爛尾及購房者停貸風波，大幅影响居民对房地产的信心，加上疫情影响居民收入水平，使房地产销售大减，房地产行业銷售及債務風險形勢急劇惡化。因为在港股上市的物管公司主都是从关联房地产公司分拆出来上市的，因此房地产与物管公司难以避免有着千丝万缕的关系，房地产行业的波动亦自然会波及到物管行业，使市场产生对物管行业的担忧，市场的主要担忧有二：

第一，物管公司独立性的担忧，属于对估值的担忧。房地产行业危机促使物管公司向关联房地产公司输送利益，会影响物管公司自身运营的独立性，压制估值。虽然物管公司与关联房地产公司是两家独立的上市公司，但物管公司从关联房地产公司分拆上市的背景以及其“母子”关系（关联房地产公司为母），自然使两公司之间的关系紧密（例如高级管理层的关系），容易出现一方有难另一方相救的情况，市场不难联想到物管公司企业管治可能受到关联房地产公司影响，尤其在资金上的影响。然而，房地产下行压力令房地产公司资金需求强烈，对旗下物管公司“下手”的现象的确偶有发生，2022年7月29日，金科服务发布公告，宣布与金科股份计划订立贷款协议，公司作为出借方向金科股份借出15亿元人民币贷款用于营运资金用途。不论金科股份能否按照协议偿还资金，金科服务作为物管公司，将公司资金用于贷款给予母公司的行为明显异于正常物管公司理应的资金用途，例如派息、发展自身增值业务，

向市场释放关联母公司的利益大于物管公司自身的不良信号，削弱了物管公司营运的独立性，并令公司估值受压，公告后的第一个交易日公司股价单日大跌 37.37%。除了贷款外，物管公司还可能使用多种的间接方式向出现债务危机的关联房地产公司输送利益，例如为贷款提供抵押、提前支付巨额保证金的框架销售协议等。此担忧将物管公司轻资产、高现金流的良好独立营运模式改变成关联房地产公司的“血包”，随时向房地产公司输血，在房地产下行的背景严重压制物管公司的估值。

表 1: 房地产公司占用资金例子

物管公司	日期	事件
德信服务	9/6/2022	公司與德信中國訂立《車位租售業務代理服務框架協議》，集團將向德信中國集團就目標車位提供車位銷售及租賃業務獨家代理服務，以協助車位物業銷售及租賃活動。代理服务费设定的上限总额为2.3亿元，德信服务需要向德信中国支付的保证金，合约期内设定的上限总额达8.5亿元，是代理服务费上限总额的3.7倍。
金科服务	29/7/2022	宣布与金科股份计划订立贷款协议，公司作为出借方向金科股份借出15亿元人民币贷款用于营运资金用途。
鑫苑服务	15/11/2022	公司全资附属公司鑫苑科技服务集团有限公司共约4.02亿元的定期存款质押给郑州银行及华夏银行，作为公司控股股东鑫苑地产控股有限公司的一家子公司以及若干并非集团旗下公司的贷款融资的抵押品。
中骏商管	24/11/2022	公司间接全资附属公司与中骏集团控股有限公司的间接全资附属公司订立贷款协议。公司同意向借款人（中骏集团控股有限公司的间接全资附属公司）垫付本金额最多为人民币9亿元的贷款，年利率7%。

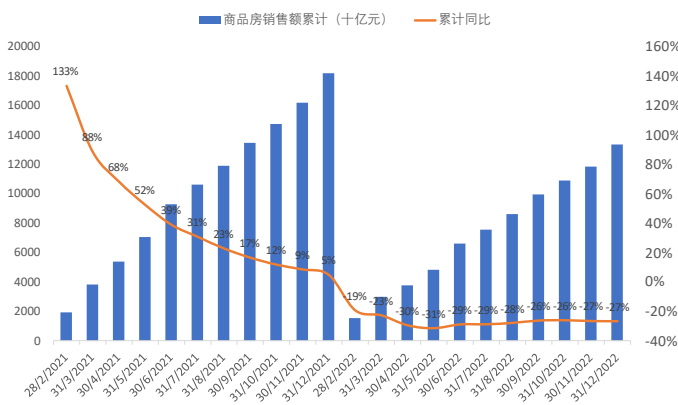
数据来源：公司公告，恒大证券研究中心

第二，物管公司关联业务下滑的担忧，属于对盈利的担忧。房地产行业危机影响物管公司的业绩基本面。作为物管公司，必须先有一个场地(物业)才能提供管理服务以获取收入，而大部分物管公司来自关联方的在管面积贡献占比仍然不少。在房地产下行、房地产公司资金短缺的背景下，房地产销售平淡，销售额大约在2022年开始同比转负，2022年商品房销售额较2021年减少48622亿元，同比下降26.73%，我们统计的22家物业公司关联房地产公司2022年合约销售金额亦较2021年减少21706亿元，同比下降39.71%。房地产销售的下降影响竣工面积的交付，关联房地产公司竣工面积减少直接影响物管公司的在管面积，继而影响物管公司的物业管理业务及社区增值服务的收入，而房地产投资的下行减少房地产新开工面积，进一步影响未来竣工面积的交付。同时，房地产下行亦影响与关联房地产公司联系较大的非业主增值服务，房地产销售的下滑使售楼服务包括顾问咨询、案场服务需求下降，导致物管公司非业主增值服务的收入减少。上述业务对物管公司的收入贡献不容忽视，可见

如果房地产行业继续下行，会持续影响物管公司的收入，物管公司关联业务下滑的担忧影响公司的盈利，2022年部分民企的业绩下滑也能够证实此现象。

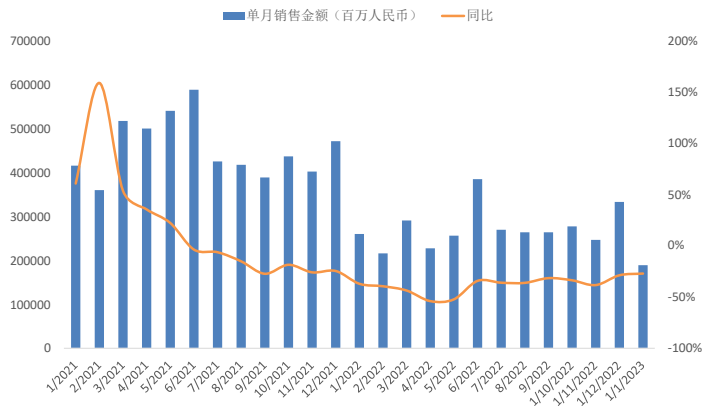
综合以上，房地产行业的下行使房地产公司出现资金短缺问题，继而波及到物管行业，影响物管公司估值及盈利，使市场对房地产与物管的担忧画上等号，物管行业的戴维斯双杀是物管板块表现跟随房地产板块，最大跌幅达 83.25% 的主要原因。

图 2: 2022 年商品房销售下行



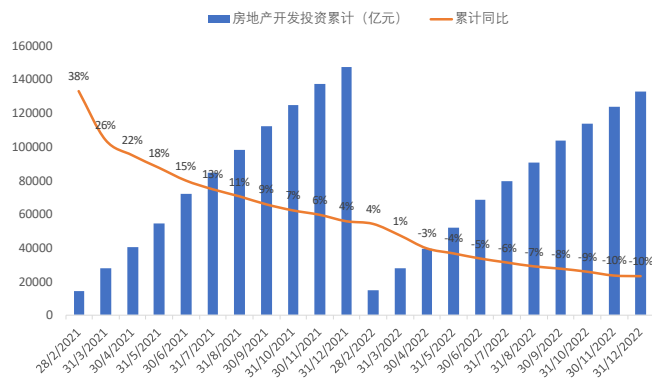
数据来源: Bloomberg, 国家统计局, 恒大证券研究中心

图 3: 2022 年关联房地产公司显示下行



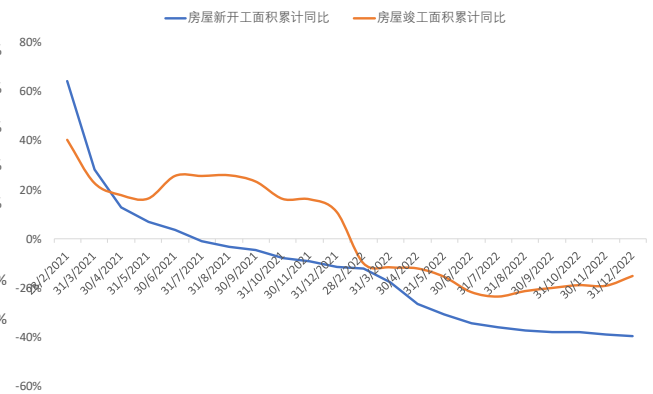
数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

图 4: 2022 年房地产投资下行



数据来源: Bloomberg, 国家统计局, 恒大证券研究中心

图 5: 2022 年房地产开工、竣工面积下行

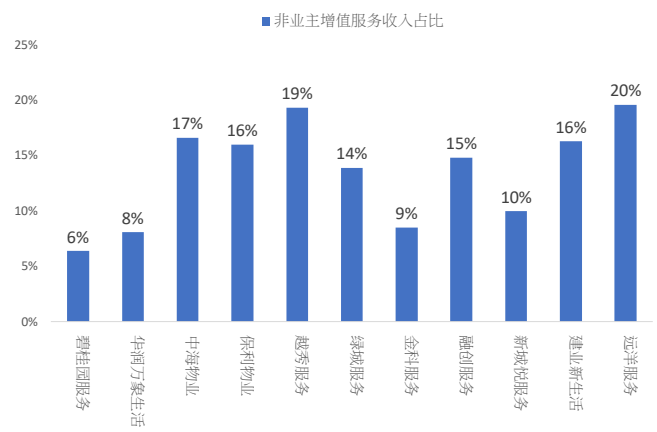
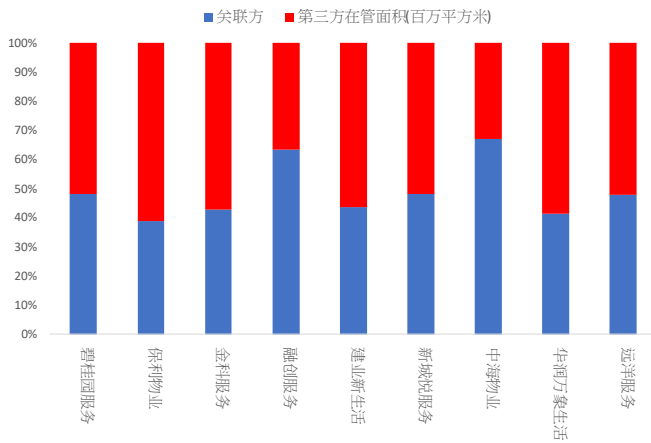


数据来源: Bloomberg, 国家统计局, 恒大证券研究中心

2022-12-16

图 6: 2022 年关联方的在管面积贡献占比

图 7: 2022 年非业主增值服务收入占比



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

第二阶段：修复期（为何物管板块仍然值得投资？）

物管板块出现估值修复

房地产出现政策底。经历 83.25% 的重大调整后，物管行业出现反弹，恒生物业服务及管理指数由 2022 年 10 月 31 日的 1777 点升幅至现今 3268 点水平，升幅背后的逻辑也是源于房地产行业的变化，中央政府对房地产行业的强硬态度渐软。2022 年房地产放松政策不断出台，11 月以来出台的政策更加重磅和密集，11 月 23 日出台的《關於做好當前金融支持房地產市場平穩健康發展工作的通知》（金融十六条）表明对国有、民营等各类房地产企业融资一视同仁，代表民企的融资有望得到改善；12 月 15 日的中央经济会议中提出“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，进一步表明不论国企民企，只要是优质房地产公司就能得到相关协助，推动改善债务问题；11 月 28 日，在证监会决定在股权融资方面调整优化措施后，房地产行业正式开始“三箭齐发”，信贷、债权、股权融资渠道重新打开，在国企民企一视同仁的主基调下，三支箭落地对房地产公司融资多角度提供支撑，有望缓解优质房地产公司的资金问题，优质房地产公司有望通过本轮房地产下行周期。从“金融十六条”到“三箭齐发”，政策从“保交楼”逐渐转为“保企业”，房地产的政策底已现。

表 2：房地产三箭齐发内容

“三支箭”	支持融资方式	内容
第一支箭	信贷融资	2022 年 9 月，监管部门指示工行、建行等多家大行加大对房地产融资支持。11 月“金融支持 16 条”指出，稳定房地产开发贷款投放，鼓励金融机构重点支持优质房地产企业稳健发展，截至 12 月 2 日，国有六大银行及中信、兴业、广发、浙商等银行已为碧桂园、万科、保利、中海、绿城、招商蛇口、华润置地、龙湖、金地、建发、美的置业、首开、越秀、华侨城、大悦城、滨江、仁恒等房企提供授信额度。
第二支箭	发债融资	2022 年 5 月、8 月、11 月，交易商协会及中债增公司通过增信等方式，支持民营企业发债融资，截至目前，龙湖、美的置业、新城、万科、金地、绿城等房企进行储架式注册发行。
第三支箭	股权融资	2022 年 11 月 28 日，证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施，恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资，调整完善房地产企业境外市场上市政策，进一步发挥 REITs 作用和私募股权投资基金作用，截至 12 月 2 日，碧桂园、雅居乐进行配股融资，观星股份、北新路桥、世茂股份等先后发布筹划非公开发行股票融资公告。

数据来源：中指研究院，恒大证券研究中心

2022-12-16

表 3: 国有银行对房地产公司的信贷融资举措(第一支箭)

信贷融资 (第一支箭)							
国有银行		工商银行	农业银行	中国银行	建设银行	交通银行	邮储银行
授信意向额度 (亿元)		6550	-	2200	-	1200	2800
日期		24/11/2022	23/11/2022	23-24 /11/2022	24/11/2022	23/11/2022	24/11/2022
融资用途		房地产开 发、个人住 房、并购、 租赁住房、 债券承销、 保函	房地产开 发、个人住 房、并购、 债券承销、 保函	房地产开 发、个人住 房、并购、 债券承销、 保函、供应 链	-	房地产开 发、个人住 房、并购、 债券承销、 保函	房地产开 发、个人住 房、并购、 债券承销、 保函、供应 链
公司性质	房地产公司						
民企	龙湖集团	√	√	√	√		√
	美的置业	√			√	√	√
	碧桂园	√		√			√
	新城发展						
	旭辉集团						
	金辉集团	√					
	合生创展				√		
	大华集团				√		
混合所有 制	万科集团	√	√	√	√	√	√
	金地集团	√	√				
	绿城中国	√					√
国企	中国海外发展	√	√				
	华润置地	√	√				
	保利发展	√					
	招商蛇口	√					
	华侨城集团	√					
	中国交建				√		
	首开集团				√		
	越秀地产				√		

数据来源: 各银行公开资料, 恒大证券研究中心

2022-12-16

表 4: 中债信用增进公司全额担保房地产公司债券融资举措(第二支箭)

债权融资 (第二支箭)				
日期	房地产公司	发行金额 (亿元)	利率 (%)	担保方式
26/8/2022	龙湖集团	15	3.33	全额担保
7/9/2022	美的置业	10	3.33	
13/9/2022	新城发展	10	3.28	
19/9/2022	碧桂园	15	3.20	
22/9/2022	旭辉集团	12	3.22	
14/10/2022	卓越商管	6	3.50	

数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

表 5: 房地产公司股权融资举措(第三支箭)

股权融资 (第三支箭)			
日期	房地产公司	内容	融资方式
14/11/2022	碧桂园	發行定價為 2.68 港元, 並募集了 39.20 亿港元。	配股
16/11/2022	雅居乐	發行定價為 2.68 港元, 並募集了 7.91 亿港元。	
29/11/2022	建发国际	發行募集了 8.09 亿港元。	
7/12/2022	碧桂园	發行定價為 2.7 港元, 並募集了 48.10 亿港元。	
10/12/2022	新城发展	發行定價為 3.5 港元, 並募集了 19.60 亿港元。	
17/12/2022	合景泰富	預期募集 4.72 亿港元。	
20/12/2022	旭辉	發行定價為 1.14 港元, 並募集了 9.58 亿港元。	
20/12/2022	雅居乐	發行定價為 2.32 港元, 並募集了 6.23 亿港元。	
11/1/2023	雅居乐	發行定價為 2.25 港元, 並募集了 4.94 亿港元。	

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

缓解市场 2 大担忧。随着房地产政策底的出现, 市场对房地产及物管行业重获一定的信心, 带动物管行业反弹, 信心主要来自于政策出台缓解了市场此前对物管行业的 2 大担忧:

第一, 对估值的担忧。在物管公司独立性方面, 三箭齐发的背景之下, 关联房地产公司的融资渠道恢复, 向旗下物管公司“下手”不再是房地产公司快速获得资金的唯一方法, 以不同方式动用物管公司资金的可能性降低, 而且当资金压力逐渐缓解时, 后续亦没有动用物管公司资金的必要, 物管独立性回归, 估值有望重新回到反映基本面的水平;

第二，对盈利的担忧。在关联业务方面，随着房地产行业的融资渠道恢复，资金链有望修复，房地产公司能够继续完成楼盘项目并进行交付，交付项目的恢复能够为物管公司关联业务重新注入动力，例如非业主增值服务以及社区增值服务，减少对关联业务收入的拖累，有望改善物管改善的盈利水平。

政策出台对有利物管行业估值和盈利的恢复，因此带动了板块的反弹，恒生物业服务及管理指数 2022 年 10 月 31 日的 1777 点上升 117.95% 至 2023 年 1 月 23 日 3873 点，其后至今呈现横行状态。虽然经历了 117.95% 的反弹，与历史比较板块仍然处于较低位置，我们认为物管行业仍然拥有中长期上升的动力。

房地产发展模式改变，高杠杆高负债不再

虽然预计物管公司与房地产公司的关联业务逐渐减少（例如未来非业主增长服务收入占比逐渐减少）是未来发展趋势，但预计物管公司的发展始终需要房地产端物业的供应，物管行业难以与房地产行业划清界线。因此，在判断物管行业的发展、投资价值前，首先需要了解房地产行业未来发展的方向，以下房地产行业出现的转变：

1) 此前具高杠杆、高负债的特点： 房地产行业的发展模式被过度金融化，各房地产公司获得新土地，在新土地开发新物业项目，然后从项目获得销售资金，在物业项目的发展考量上，相较于项目的优质度、利润率，房地产公司更加重视销售资金回流的速度，当开售的新项目越多，销售资金回流的速度越快、数量越多，公司便能获得更多的利润，诱使房地产公司不断加快取得新土地以发展更多新项目。因此，房地产公司使用高杠杆以获取最多的土地，务求发展最多的新项目，不断重复这个循环，导致房地产行业此前出现高杠杆、高负债的情况。

2) 政策收紧导致行业出现重大转捩点： 房地产行业的转变的主因来自政策端，三道红线、预售资金监管等措施不断落地并严格执行，大幅度地限制房地产公司的融资规模以及不同渠道的资金来源。

3) 高杠杆高负债遇上政策收紧，出现前所未有的后果： 这使房地产行业的资金链断裂，简单来说，在融资的限制之下，大部分（尤其民企）房地产公司没有得到足够的资金以获得新土地，继而不能开发新项目以获得销售资金回流，甚至没有足够资金完成现有项目（因此出现烂尾楼危机），销售大幅下滑，进一步加剧资金压力，房地产公司的资金来源几乎断绝，但此前在高杠杆模式下的大部分债务未清而还债期限渐近，因此众多房地产公司（尤其民企）陆续出现违约的情况。

4) **未来发展模式转换成适当杠杆、适当负债**：正如以上部份所述，在金融十六条、三箭齐发的政策出台推动下，逐渐舒缓房地产公司的资金压力。经过房地产行业下行阶段的房地产公司将会脱离以往盲目发展的模式，整个房地产行业的发展模式亦会从高杠杆、高负债转变成适当杠杆、适当负债。

物管行业尚有投资价值

从整体房地产业发展方向的转变来看，杠杆的降低使房地产行业销售规模萎缩，不可避免地物管行业发展产生影响，预计以往物管公司“三年三倍”、“三年五倍”、“五年五倍”等脱离健康发展的战略目标将不复再。但是，脱离高杠杆不代表自此不受重视，去年12月14日，国务院副总理刘鹤指出“房地产是国民经济的支柱产业”；2022年中央经济工作会议亦对房地产作出了重要的表述，包括在扩大国内需求的部分中表达了“支持住房改善”，化解重大经济金融风险的部分中提出“要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”以及“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”等，可见房地产行业仍然为国家的关注点之一，国家亦有意继续推动房地产业向新发展模式平稳过渡，从而使行业达到健康发展。在认清房地产中长期的发展方向后，物管行业仍然有下列的发展机会以及投资价值：

表 6: 2022 年中央经济工作会议与房地产相关的主要内容

类型	与房地产相关的主要内容
形势判断	当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深。但要看到，我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现，明年经济运行有望总体回升。要坚定做好经济工作的信心。
政策基调	坚持稳中求进工作总基调 明年要坚持稳字当头、稳中求进。
宏观政策	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。
财政政策	积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方 政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉， 做好基层“三保”工作。
货币政策	稳健的货币政策要精准 有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和 社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定， 强化金融稳定保障体系。
房地产	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购， 有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题， 探索长租

2023-5-30

房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

数据来源：中指研究院，恒大证券研究中心

投资价值一：中国住房存有真实需求，支持物管市场规模发展

虽然房地产超高速发展不再，最近的数据例如房地产投资、新开工、亦表现低迷，但是未来仍然有刚性以及改善性的真实需求支撑房地产销售，继而为物业管理带来需求。

中国住房需求年均约为 12 亿平方米/年

根据测算，2023-2030 年中国新增住房真实需求超 95 亿平方米，年均约为 12 亿平方米/年。具体来看，新增住房真实需求主要来自三个方面：

i) 城镇化：虽然中国人口增长率逐渐放缓至零，城镇化率与其他发达国家如英、美仍然有距离，并逐渐上升，人口从农村往城镇的迁移带来了住房需求。

ii) 生活条件提升：随着国家发展，中国的人均可支配收入维持上升趋势，居民有能力改变居住环境，加上中国家庭规模亦逐渐缩小，促使城镇人均住房建筑面积上升，带来住房需求。

iii) 城市更新：透过人口普查得知，截至 2020 年，中国城镇有大约 30% 住宅是在 2000 年前建成的，有部分甚至早于 1949 年前建成，而通过对比五普至七普的数据得知旧房的占比逐渐降低，质量较差、使用功能不完善、配套设施不健全、房龄较高的旧房拆除转移至新房的城市更新过程中带来了住房需求。

表 7：中国住房需求测算详情

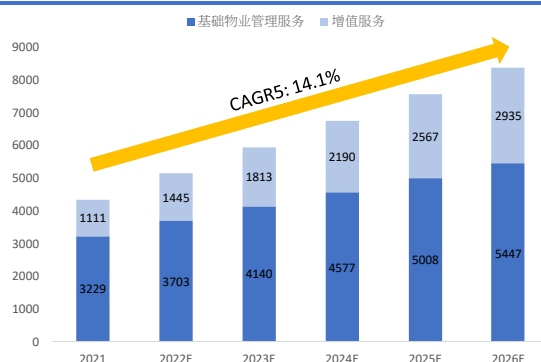
需求来源	需求类型	计算方法							
城镇化	刚性	总人口 x 城镇化率 x 城镇人均居住建筑面积							
生活条件提升	改善性	T-1 年城镇人口 x T 年新增城镇人均居住建筑面积							
城市更新	改善性	城镇住房面积 x 年均住房拆除率							
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
城镇化需求	5.73	5.17	5.76	5.15	4.52	5.11	4.45	3.77	
生活条件提升需求	6.13	6.34	6.53	6.74	6.94	7.13	7.34	7.54	
城市更新需求	0.34	0.33	0.33	0.32	0.31	0.31	0.30	0.30	
总需求	12.21	11.83	12.62	12.21	11.77	12.56	12.10	11.61	

数据来源：国家统计局，联合国《世界人口展望》、《世界城镇化展望》，CEIC，恒大证券研究中心

物管整体年复合增长率为 14.1%

根据弗若斯特沙利文，物业管理公司基础物业管理服务的总收入预计由 2021 年的 3229 亿元增长至 2026 年达 5447 亿元，2021 年至 2026 年 5 年整体年复合增长率为 11.00%；增值服务的总收入预计由 2021 年的 1111 亿元增长至 2026 年达 2935 亿元，2021 年至 2026 年 5 年整体年复合增长率为 21.40%；两项业务合计 2021 年至 2026 年 5 年整体年复合增长率为 14.1%。

图 8：物业管理公司总收入预测(亿元)



数据来源：弗若斯特沙利文，恒大证券研究中心

虽然中国人口红利下降，房地产行业亦不再非理性地繁荣，2023-2030 年七年间的中国新增住房真实需求仍然超 95 亿平方米，等同于约 11 间物管龙头碧桂园服务的在管面积规模，后续新增的住房面积提供了物业管理的需求。刚性需求外，改善性需求显示居民的居住环境除了有面积、空间增长的需要外，还有品质提升的需要，品质的提升需要管理品质、房屋交易、租赁运营、装修等一系列衍生服务的配合，提供多样性和差异化服务（例如不同社区增值服务）的物管公司正能够满足这个需求。物业管理行业拥有治理社会基层，轻资产运营的特性，能够迎合未来住房刚性及改善性需求，并借此持续拓展在管业务规模。同时，考虑到部分物管公司未能通过这波行业出清阶段，未来需求所带来的潜在在管面积将由优胜物管公司瓜分，物管市场集中度进一步上升将成未来趋势，进一步利好这批优胜物管公司。

投资价值二：政策持续推动，增值服务发展可期

在房地产脱离高杠杆发展模式的背景下，物业管理发展由量向质转变，正如上述所提及，住房有着改善性的需求，这包括住房服务品质的提升。中央政府亦一直强调并支持物业管理在治理社会基层的角色，例如住建部办公厅、民政部办公厅 2022 年发布的《关于开展完整社区建设试点工作的通知》明确指出引入物联网、云计算、大数据、区块链和人工智能等技术，建设智慧物业管理服务平台，包括建设社区综合服务设施、幼儿园、托儿所、老年服务站、社区卫生服务站等，为居民提供更加完善的公共服务。地方政府亦积极落实中央政策，支持物业管理公司持续参与社区建设项目，例如明确物业服务等级指导、提供抗击疫情助企纾困财政补贴等。在新发展时代及国家推动之下，逐渐释放对不同物业服务的需求，蕴藏养老、托儿、医疗卫生、城市服务等各种民生服务的投资机会。根据弗若斯特沙利文，物业管理公司增值服务的总收入预计由 2021 年的 1111 亿元增长至 2026 年达 2935 亿元，2021 年至 2026 年 5 年整体年复合增长率为 21.40%。因此，除了像以往高速扩大在管规模外，物管公司深化自身增值业务也能成为未来增长亮点。

表 8：部分支持物管公司增值服务发展的中央政策

日期	部门	内容
2/2/2023	市场监管总局、民政部、商务部	印发了《养老和家政服务标准化专项行动方案》。提出了到 2025 年养老和家政服务标准化工作的总体目标以及 4 大方面、10 项重点任务。
20/12/2022	国家发改委、商务部、教育部、民政部等 11 部门	印发《关于推动家政进社区的指导意见》。提出鼓励符合条件的物业服务企业开设家政服务机构，或与家政企业开展合作，积极拓展服务范围，推动嵌入社区综合服务中心、日间照料中心、托育机构、老年助餐点等现有社区公共服务设施，适当减免租赁费用，采取多种形式实现共享共用共管。鼓励家政企业多种合作形式进社区，支持家政企业与社区业主大会、业主委员会或物业服务企业合作，在团购平台上开通销售渠道。鼓励各地打造地域性家政品牌，推动大型物业服务企业进入家政服务领域，支持品牌化员工制企业发展，采取“政府+龙头企业+社区”模式，全面打造“技能培训+推荐就业+家政服务+产品团购”家政进社区的全链条服务。鼓励发挥社区居民委员会及其下属物业管理委员会的作用，加强对“家政进社区”工作的指导监督，提升家政进社区规范化水平，建立家政服务国家标准体系，推广使用家政服务合同示范文本。
8/11/2022	国家卫健委	发布《居家、社区老年医疗护理员服务标准》。首次明确了居家、社区老年医疗护理员可提供生活照护、基础照护、安全与急救、康复照护、心理照护和临终照护等 6 大项目。该标准制定了居家、社区老年医疗护理员服务的基本要求、流程、项目及要求、评价与改进等主要内容，将于 2023 年 3 月 1 日起正式施行。居家、社区老年医疗护理员服务项目共包括 6 大项。此外，该标准规定了居家、社区老年医疗护理员服务流程为服务接洽、服务准备、服务实施、服务操作和服务结束

2023-5-30

		等5个步骤。老年医疗护理员须通过服务提供机构的管理平台或其他方式接单，机构也应对服务对象的健康状况、居住环境、照护风险等进行综合评估，制定服务计划，根据服务计划提供照护服务。老年医疗护理员还应与服务对象或主要家庭成员沟通，记录并反馈服务信息，及时做到服务回访和总结。
31/10/2022	住建部、民政部	发布《关于开展完整社区建设试点工作的通知》。明确指出，引入物联网、云计算、大数据、区块链和人工智能等技术，建设智慧物业管理服务平台，促进线上线下服务融合发展。《通知》指出，试点工作自2022年10月开始，为期2年，重点围绕四方面内容包括：一是完善社区服务设施。规划建设社区综合服务设施、幼儿园、托儿所、老年服务站、社区卫生服务站，为居民提供更加完善的公共服务；二是打造宜居生活环境。结合城镇老旧小区改造、城市燃气管道老化更新改造等工作；三是推进智能化服务。引入物联网、云计算、大数据、区块链和人工智能等技术，建设智慧物业管理服务平台，整合家政保洁、养老托育等社区到家服务；四是健全社区治理机制。建立健全党组织领导的社区协商机制，搭建沟通议事平台，推进设计师进社区，引导居民全程参与完整社区建设。
27/9/2022	民政部、中央政法委、中央文明办、教育部等10个部门	印发《关于开展特殊困难老年人探访关爱服务的指导意见》。对开展特殊困难老年人关爱服务，减少居家养老安全风险，兜牢安全底线等做出了明确部署。 《意见》提出了5项重点任务。一是建立探访关爱服务机制，要求各地开展特殊困难老年人摸底排查工作，分类提供探访关爱服务。二是丰富探访关爱服务内容，着力解决老年人居家养老困难或者帮助化解安全风险。三是充实探访关爱服务力量，鼓励物业服务企业在开展日常巡查、上门维修等服务中同步开展探访关爱服务。四是提升探访关爱服务质量效率。五是做好探访关爱服务应急处置，疫情常态化防控期间，发现服务对象有疑似症状的，要按照疫情防控要求及时处置等。
31/7/2022	住建部、国家发改委	发布实施《“十四五”全国城市基础设施建设规划》。《规划》提出了“十四五”时期城市基础设施建设的主要目标、重点任务、重大行动和保障措施，以指导各地城市基础设施健康有序发展。围绕构建系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系，《规划》提出4方面重点任务：一是推进城市基础设施体系化建设，增强城市安全韧性能力；二是推动城市基础设施共建共享，促进形成区域与城乡协调发展新格局；三是完善城市生态基础设施体系，推动城市绿色低碳发展；四是加快新型城市基础设施建设，推进城市智慧化转型发展。

数据来源：政府各网站，中国物业管理协会网站，观点地产网，克而瑞，恒大证券研究中心

表 9：部分支持物管公司增值服务发展的地方政策

日期	地方	内容
5/5/2023	山西	退役军人事务厅等6部门发布《关于进一步做好移交我省安置的军队离休退休干部养老服务工作的通知》，从拓宽养老服务渠道，增加养老服务供给、丰富养老服务内容，提升养

2023-5-30

		老服务质量、完善养老服务设施，强化养老服务保障三个方面做好军休干部养老服务。 《通知》强调将军休干部养老服务工作摆上重要位置，制定完善切实可行的养老服务措施，不断提升养老服务水平，更好满足军队离休退休干部养老需求，增强军休干部荣誉感归属感获得感。
24/4/2023	上海	发布《上海市基本养老服务清单（2023年版）》，包含机构-社区-居家养老服务、老年社会福利、救助等服务内容，将保障基本养老服务作为改善民生的重点任务。
7/2/2023	合肥	发布了《关于在物业住宅小区开展物业服务规范专项整治活动的通知》。将通过开展专项整治活动，集中治理住宅小区乱、脏、损情况。重点规范业主投诉和社会关注的焦点问题等。整治重点一是强化服务意识，注重文明礼仪；二是加强小区环境管理；三是强化小区停车秩序管理；四是开展小区楼道堆物清理；五是开展管理区域“牛皮癣”非法小广告治理。；六是加大公益广告宣传；七是规范公共部位管线管理；八是加强物业管理区域安全隐患排查。
19/1/2023	浙江	印发《关于全域推进未来社区建设的指导意见》。明确到2035年，基本实现未来社区全域覆盖。到2025年，全省累计创建未来社区1500个左右、覆盖全省30%左右的城市社区。其中，要求加快培育市场主体，积极培育、引入综合集成运营商和托育、养老、社区商业等专项服务运营商，打造行业品牌。引导房地产企业、物业企业和地方国有平台通过组建联合体、合资等方式发展综合运营业务，鼓励各设区市培育大型综合运营机构。
16/12/2022	西安	发布《关于进一步提高物业服务企业服务质量》的通知。2023年将以全市物业服务管理领域突出问题专项整治为契机，强化行业管理，加强督导检查，督促物业服务企业认真开展环境卫生整治、小区秩序维护、安全隐患排查等工作，推动全市住宅小区物业服务质量得到有效提升。并于19日，印发《西安市全周期物业管理服务指导意见》的通知，对物业前期介入阶段、交付使用前阶段、集中装修期阶段和日常管理阶段全周期物业管理服务给予具体的指导意见。
8/10/2022	广西	发布了《广西普通住宅小区前期物业服务等级指导标准(试行)》。将物业服务内容和服务标准分为五个等级，让物业服务内容“有章可循”，也让小区业主能够明白消费。《服务等级标准》的内容共分为六大部分，即“综合服务”、“房屋管理”、“公共设施设备维修保养”、“协助维护公共秩序”、“保洁服务”、“绿化养护”，每个部分设置了一、二、三、四、五个服务等级的服务内容和标准。
6/9/2022	浦东	根据《浦东新区物业行业抗击疫情助企纾困财政补贴实施细则》，新区符合条件的物业服务企业和物业应急维修服务保障机构可以在规定时限内，向所在街镇或浦东物业管理事务中心申请助企纾困财政补贴。确认、审核通过后，物业服务企业按照0.45元/平方米·月的标准，发放3个月的财政补贴。补贴计算时限为2022年3月1日至2022年5月31日。
29/8/2022	厦门	制定《“大物业”管理模式工作指引》。探索引入“大物业”管理模式，推动党建引领下无物业小区逐步实现从“靠社区管”到“居民自管”再到“有物业管”的发展新路径，以有效解决部门与部门、部门与街道之间管理交叉问题，构建小区长效管理机制，进一步改善居民的生活品质。《工作指引》提出，“大物业”管理范围打破了边界壁垒，将无物业管理住宅小区、独栋房屋、公共建筑等进行整合，并延伸公共市政服务，将周边市政道路、街区合并规整，形成“大物业”管理范围，以“全域治理”理念，推动实现小区围墙内和围

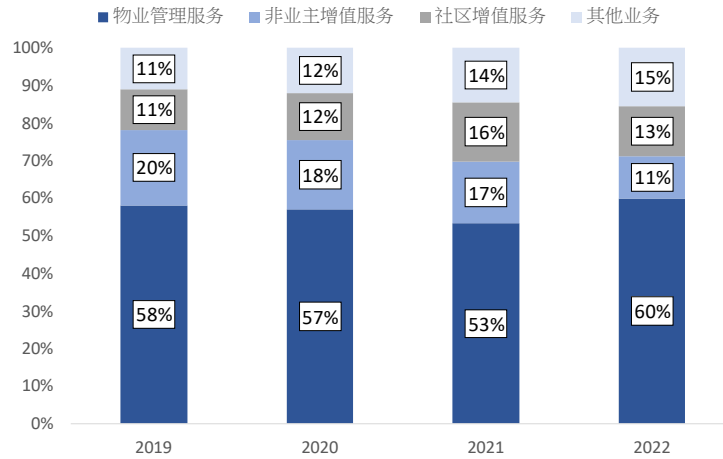
墙外管理全覆盖、服务无死角，人财物更集约、管理服务更高效，降低管理单位成本。

数据来源：政府各网站，中国物业管理协会网站，观点地产网，克而瑞，恒大证券研究中心

物管公司近年逐渐布局社区增值服务

物业管理公司近期的结构转变亦体现上述趋势，社区增值服务已经成为了物管公司传统物管业务外的最大增长曲线。物管公司近期一直布局增值服务赛道，例如园区空间、社区便民、文化教育、车场管理等服务，主要物管公司社区增值服务收入占比从由2019年的11%提升至2021年的16%，随后因为疫情影响下降至2022年的13%，但预计长期上升趋势不变。

图9：物管公司社区增值服务收入占比



数据来源：Bloomberg，公司公告，恒大证券研究中心

表10：主要物管公司社区增值服务类别一览

	车场管理	餐饮	美居	社区传媒	房产经纪	社区零售	教育	旅游	空间运营
碧桂园服务			√	√	√	√			√
华润万象生活					√				
中海物业					√				
保利物业	√		√	√	√	√	√		√
越秀服务			√			√			√
绿城服务	√			√	√	√	√		√
旭辉永升服务	√		√		√	√			√
金科服务		√	√	√	√	√	√	√	√
融创服务	√		√	√	√	√			√
新城悦服务	√	√	√	√	√	√			√
建业新生活		√		√		√			√

2023-5-30

远洋服务	√		√		√				√
------	---	--	---	--	---	--	--	--	---

数据来源: Bloomberg, 公司公告, 恒大证券研究中心

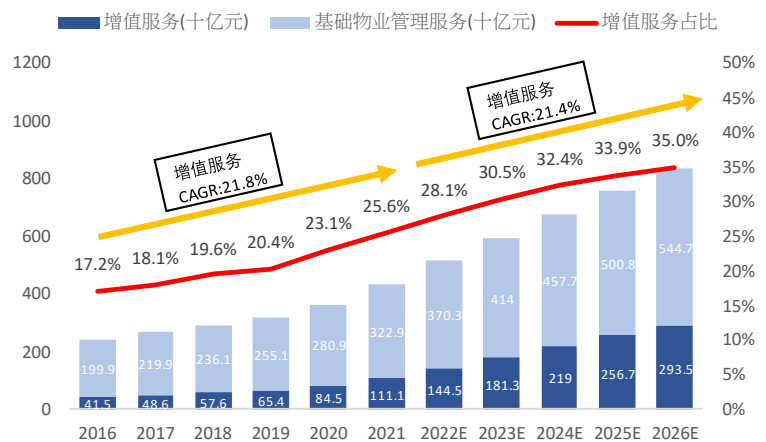
借鉴北美龙头 Firstservice, 国内社区增值服务提升空间庞大

与国外对比下, 中国物业管理增值服务仍见增长空间。以北美地区的物业管理行业龙头 Firstservice 为例, 与国内龙头碧桂园服务比较下, 虽 Firstservice 2022 年收入较碧桂园服务少 155 亿元, 但来自社区增值的收入多 83 亿元, 占总收入 47%, 相反社区增值服务只占碧桂园服务收入的 10%。由于 Firstservice 当前已经发展成物管公司的成熟形态, 有一定的借鉴意义, 而因为人口基数和密度有异, 中国物业管理行业覆盖率比北美广, 在管户数较多, 参考 Firstservice 目前增值服务收入比例 (47%) 为天花板, 当前中国物管公司增值服务占比可以提升 30-40%, 可见发展空间庞大。在房地产竣工面积速度放缓及与房地产关联较大的非业主增值服务需求降低的背景下, 预计物管公司将持续扩充并深耕增值服务, 社区增值服务后续增长可期。根据弗若斯特沙利文, 近年来物业管理服务公司一直努力将服务及收入来源多样化, 物管公司所提供增值服务的总收入由 2016 年的人民币 41.5 亿元增长至 2021 年的人民币 1,111 亿元, 整体年复合增长率为 21.8%, 并预期于 2026 年达人民币 2,935 亿元, 2021 年至 2026 年整体年复合增长率为 21.4%。2016 年至 2021 年, 增值服务占物业管理服务总收入的比例由 17.2% 增至 25.6%, 并预期于 2026 年达 35.0%。

表 11: Firstservice 与碧桂园服务增值服务比较

图 10: 中国按服务类型划分的物业管理服务公司总收入 (2016 年至 2026 年 (预计))

2022 年	Firstservice	碧桂园服务
总收入 (亿元)	259	414
来自社区增值收入 (亿元)	123	40
来自社区增值收入占比	47%	10%
在管户数 (万户)	170	841



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

数据来源: 弗若斯特沙利文, 恒大证券研究中心

投资价值三：估值处于历史底部位置

在估值角度上看，在房地产政策回暖推动下，物管行业在 2022 年 11 月开展猛烈升幅，由 2022 年 10 月 31 日 1777 点上升至 2023 年 1 月 27 日 3873 点，最大升幅达 118.01%，其后至现时正经历回调整固阶段。虽然经历一波较大的上升行情，整体上看，物管行业估值仍然处于 3 年较低位置，目前估值约处于稍微低于-1 个标准差水平。分公司背景看，国企方面，主要国企估值于整体大致一致，处于 3 年较低位置，目前估值处于-1 个标准差水平；民企方面，主要民企估值也是处于 3 年较低位置，目前估值处于稍微低于-1 个标准差水平。国企与民企的估值分野主要源于在房地产下行背景之下，国企物管公司的关联房地产公司信用风险明显较民企的低，因此国企物管公司的估值横向比较及历史比较上均高于民企估值水平。综合上看，虽然房地产业发展模式改变，对物管行业的推动力度将低于此前，但鉴于上述因素（房地产仍有真实需求，物管公司高质发展），以及物管行业整体估值仍然处于历史底部，若行业估值能够修复至中值，约有 69% 的修复空间，目前仍有部署优胜物管公司的空间及机会。

图 11：主要物管公司 PE 以及标准差



数据来源：Bloomberg, 恒大证券研究中心

2022-12-16

图 12: 主要民企物管公司 PE 以及标准差



图 13: 主要国企物管公司 PE 以及标准差



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

第三阶段：优胜公司跑出期（如何选择优胜物管公司？）

在上文分析物管行业修复的原因以及当前的投资价值后，随着房地产端关联公司逐渐出清，物管公司的发展亦会逐渐分化，预计接下来优胜物管公司能够有机会跑出，抢占物管行业后续的发展机遇，展现公司的长期投资价值。然而，拥有以下两种特质的物管公司将更大机率成为后续在行业跑出的优胜物管公司：1) 安全的关联方、2) 独立多元的发展能力。

第一特质：安全的关联方

首先，正如以上所述，从房地产行业下行拖累物管板块的历史显示，优胜物管公司需要有安全的房地产关联方。然而，关联方的安全性可细分为基本及进阶的要求。

1) 基本要求：不拖累物管公司

安全的房地产关联方的基本要求是不要拖累旗下物管公司，当中较重大的拖累事项是债务违约，若房地产公司出现债务违约将直接影响资本市场投资者对其旗下物管公司的信心，影响物管公司在资本市场的表现；债务违约导致的潜在清盘亦一定程度影响物管公司的后续业务发展可持续性（例如物管公司股权可能被母公司出售，影响经营稳定性），可见房地产公司违约会对物管公司造成较大的拖累，我们可以从违约风险、融资能力来判断物管公司关联房地产公司的安全性。

债务违约风险方面，根据彭博，23家主要物管公司的关联房地产公司中，违约风险保持在DS（濒临违约）以下的房地产公司主要为国企，例如华润置地、越秀地产、中国海外发展、保利发展；以及混合所有制企业，例如万科、绿城中国；民企方面，滨江集团、世茂集团、力高集团、融创中国、雅居乐集团、金科股份、碧桂园皆榜上有名，但当中力高集团、融创中国、世茂集团为正在、曾经停牌公司，原因不外乎债务问题影响公司业绩公布，金科股份亦曾经出现债务违约，显示公司安全性不足，因此在民企列表中剔除。在此维度上看，国企、混合所有制企业以及碧桂园、雅居乐集团、滨江集团为主的民企违约风险较低，公司安全性较高。

2022-12-16

表 12: 房地产公司违约机率

房地产公司	关联物管公司	违约机率	彭博违约风险*
华润置地	华润万象生活	0.39%	IG10
万科	万物云	0.40%	IG10
越秀地产	越秀服务	0.62%	HY1
保利发展	保利物业	0.79%	HY1
滨江集团	滨江服务	1.42%	HY2
中国海外发展	中海物业	1.67%	HY3
世茂集团	世茂服务	2.36%	HY3
力高集团	力高健康生活	4.10%	HY5
融创中国	融创服务	4.93%	HY5
绿城中国	绿城服务	7.16%	HY6
中国金茂	金茂服务	7.22%	HY6
雅居乐集团	雅生活服务	7.53%	HY6
金科股份	金科服务	7.97%	HY6
碧桂园	碧桂园服务	8.53%	HY6
佳兆业集团	佳兆业美好	11.03%	DS1
新城发展	新城悦服务	11.39%	DS1
正荣地产	正荣服务	12.05%	DS1
融信中国	融信服务	12.90%	DS1
合景泰富集团	合景悠活	13.10%	DS1
旭辉控股集团	旭辉永升服务	14.01%	DS1
建业地产	建业新生活	19.71%	DS2
远洋集团	远洋服务	20.70%	DS2
时代中国控股	时代邻里	22.50%	DS2

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心, *见图 14

图 14: 彭博违约风险

IG - 投資等級		HY - 高收益		DS - 瀕臨違約	
	違約機率(%)		違約機率(%)		違約機率(%)
IG1	0.0000 - 0.0020	HY1	0.5200 - 0.8800	DS1	10.0000 - 15.0000
IG2	0.0020 - 0.0040	HY2	0.8800 - 1.5000	DS2	15.0000 - 22.0000
IG3	0.0040 - 0.0080	HY3	1.5000 - 2.4000	DS3	22.0000 - 30.0000
IG4	0.0080 - 0.0152	HY4	2.4000 - 4.0000	DS4	30.0000 - 50.0000
IG5	0.0152 - 0.0286	HY5	4.0000 - 6.0000	DS5	50.0000 - 100.0000
IG6	0.0286 - 0.0529	HY6	6.0000 - 10.0000		
IG7	0.0529 - 0.0960				
IG8	0.0960 - 0.1715				
IG9	0.1715 - 0.3000				
IG10	0.3000 - 0.5200				

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

其次，融资能力方面，在三箭齐发的背景下，房地产公司融资的能力亦能协助判断公司违约的可能性。根据观点指数研究院，4月房地产企业融资能力表现排行中，上述提及的国企例如华润置地、越秀地产、保利发展，以及混合所有制企业例如万科、绿城中国名列前茅；民企方面，上述提及的碧桂园以及滨江集团上榜，分别排行第8及19位，显示两家公司的融资能力在民企中较为优胜，使他们的安全性胜于一般民企。综合以上，在物管公司关联房地产公司的基本安全性而言，国企、混合所有制企业以及碧桂园以及滨江集团为主的民企的安全性较优。

表 13: 2023 年 4 月房地产企业融资能力

排行	房地产公司
1	万科 A
2	中国海外发展
3	龙湖集团
4	招商蛇口
5	华润置地
6	保利发展
7	越秀地产
8	碧桂园
9	中国金茂
10	绿城中国
11	华发股份
12	建发国际集团
13	美的置业
14	华侨城 A
15	新城控股
16	金地集团
17	大悦城
18	中交地产
19	滨江集团
20	首开股份

数据来源：观点指数研究院，恒大证券研究中心

2) 进阶要求：支持物管公司

其次，安全性高的房地产公司能够支持旗下物管公司，支持方式主要为房地产公司部分销售的物业供应并转化为关联物管公司的合同以及在管面积，因此业务稳定的房地产公司能够持续供应并扩大关联物管公司在管规模，我们使用销售表现来判断房地产公司地安全性。

销售稳定性而言，在 2022 年房地产市场下行的背景下，房地产公司整体上销售表现较为低迷，其中能够明显发现销售表现的顺序为国企>混合所有制企业>民企，例如国企越秀地产、华润置地 2022 年销售同比表现为 8.32%、-4.56%，混合所有制企业绿城中国、万科 2022 年销售同比表现为-19.98%、-33.28%，表现最好的民企碧桂园 2022 年销售同比表现为-35.94%，可见国企房地产公司在房地产下行时的销售稳定性最高。

在 2023 年房地产市场逐渐恢复的背景下，销售复苏速度而言，同样地能够明显发现国企的销售表现最好，例如越秀地产、中国海外发展、华润置地 2023 年 Q1 月销售同比表现分别为 217.29%、73.15%、71.93%，销售表现比混合所有制企业以及仍然保持负增长的民企好，因此国企房地产公司在房地产恢复时的复苏速度最快。

综合以上，在支持物管公司发展的维度上看，相信此维度与以上提及的融资能力有着正面关系，融资能力较强的房地产公司（主要为国企）在拿地上有优势，推动未来的销售规模，潜在买家对背景佳、融资能力强的国企亦较有信心。因此，相对于混合所有制企业以及民企，拥有国企背景的房地产公司的安全性较高。

表 14：房地产公司销售情况

房地产公司	关联物管公司	销售稳定性			销售复苏速度		
		2021 年累计销售金额（百万元）	2022 年累计销售金额（百万元）	2022 年同比	2022 年 Q1 销售金额（百万元）	2023 年 Q1 销售金额（百万元）	2023 年 Q1 同比
越秀地产	越秀地产	115151	124730	8.32%	13815	43833	217.29%
华润置地	华润万象生活	315690	301310	-4.56%	45960	79020	71.93%
保利发展	保利物业	534928	457274	-14.52%	90695	114130	25.84%
绿城中国	绿城服务	265800	212700	-19.98%	37600	54300	44.41%
中国海外发展	中海物业	369494	294759	-20.23%	48280	83599	73.15%
远洋集团	远洋服务	136260	100290	-26.40%	15070	16550	9.82%
万科	万物云	627770	416940	-33.58%	106500	101380	-4.81%

2023-5-30

中国金茂	金茂服务	235603	155000	-34.21%	31660	44230	39.70%
碧桂园	碧桂园服务	558000	357470	-35.94%	99230	71870	-27.57%
力高集团	力高健康生活	47011	27548	-41.40%	5545	4229	-23.73%
中骏集团控股	中骏商管	104531	59023	-43.54%	17251	11468	-33.52%
新城发展	新城悦服务	233774	116048	-50.36%	31059	21505	-30.76%
合景泰富集团	合景悠活	103836	50861	-51.02%	13074	11731	-10.27%
雅居乐集团	雅生活服务	139020	65240	-53.07%	21110	16810	-20.37%
旭辉集团	旭辉永升服务	247230	104890	-57.57%	28740	21130	-26.48%
时代中国控股	时代邻里	95590	39791	-58.37%	14167	5451	-61.52%
宝龙地产	宝龙商业	101227	40951	-59.55%	12115	8837	-27.06%
融信中国	融信服务	155520	57873	-62.79%	20231	3865	-80.90%
建业地产	建业新生活	68052	24051	-64.66%	6267	6228	-0.62%
世茂集团	世茂服务	269097	86500	-67.86%	22110	14840	-32.88%
融创中国	融创服务	597360	169330	-71.65%	72360	29270	-59.55%
正荣地产	正荣服务	145643	33433	-77.04%	14011	4787	-65.83%

数据来源: Bloomberg, 公司公告, 恒大证券研究中心

第二特质：独立多元的发展能力

其次，优胜物管公司在拥有安全的母公司前提下，亦需要在自身发展的方面有一定的能力，在房地产行业脱离以往盲目发展的模式，物管公司发展规模恢复正常健康增长的背景下，优胜物管公司需要具备两种自身发展能力，以展示公司后续能够持续独立多元发展，分别为 1) 外拓能力、2) 第二增长曲线。

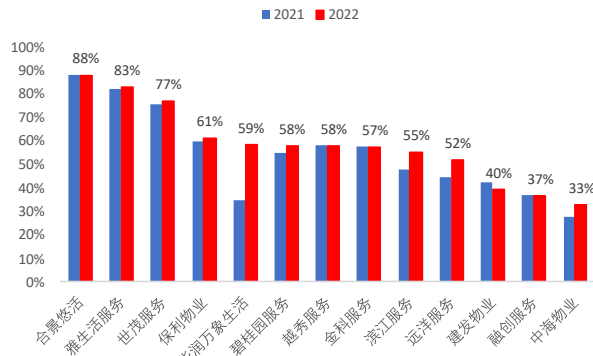
1) 外拓能力

正如以上部份所述，经过房地产行业下行阶段的房地产公司将会脱离以往盲目发展的模式，整个房地产行业的发展模式亦会从高杠杆、高负债转变成适当杠杆、适当负债。从整体房地产行业发展方向的转变来看，杠杆的降低使房地产行业销售规模脱离以往的高速增长，不可避免地对物管公司来至母公司的在管规模增长产生负面影响，外拓能力成为了物管公司保持长期增长的重要驱动因素。因此，优胜物管公司需要一定的外拓能力，以确保在母公司供应的在管面积放缓下，仍然能够以外拓方式抢占市场份额从而保持增长。

我们可以透过观察物管公司来至第三方的在管面积占比来判断公司的外拓能力。2022 年有 10 家物管公司披露了来至第三方在管面积数据，其中第三方在管面积占比较高的为合景悠活(88%)、雅生活服务

(83%)、世茂服务 (77%)、保利物业 (61%)、华润万象生活 (59%)、碧桂园服务 (58%)，反映以上物管公司的市场化外拓能力较强，市场化外拓能够大概率成为其未来在管规模拓展的新增长点。同时，整体上看，已披露了来至第三方在管面积数据的物管公司 2022 年的第三方面积占比均比 2021 年高，平均占比值由 54% 上升 5 个百分点至 59%，其中华润万象生活的第三方面积占比提升最为显著，由 35% 提升 24 个百分点至 59%。

图 15: 2022 年主要物管公司第三方在管面积占比



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

惟上述数据可能受到收并购项目影响，例如华润万象生活 2022 年连续并购禹洲物业、中南服务、九洲物业，使第三方项目占比大幅跳升，未必能够完全反映物管公司的市场化外拓能力。由于物管行业发展由量向质转变，行业整体收并购数量及规模正在下降，因此我们使用 2023 年 Q1 物管公司新增第三方拓展面积作为外拓能力的复核指标。根据克而瑞物管数据，2023 年 Q1 第三方拓展面积规模较大的为雅生活集团、招商积余、世茂服务、华润万象生活、保利物业，分别新增 2249、1578、1387、1368、1234 万平方米，反映这些物管公司的外拓能力及外拓意愿较强，结果基本与上述 2022 年第三方在管面积占比所显示的相符。

表 15: 2023 年 Q1 物管公司第三方拓展面积排名(万平方米)

排名	物管公司	第三方拓展面积(万平方米)
1	雅生活集团	2,249
2	招商积余	1,578
3	世茂服务	1,387
4	华润万象生活	1,368
5	保利物业	1,234
6	中海物业	1,192
7	碧桂园服务	1,172
8	万物云	1,131

2023-5-30

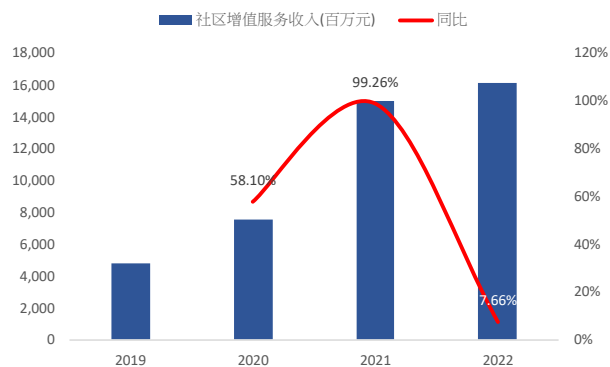
9	明德物业	915
10	绿城服务	767
11	恒大物业	761
12	彩生活	755
13	金地智慧服务	732
14	合景悠活	713
15	万达商管	709
16	长城物业	618
17	东吴服务	599
18	广电城市服务	514
19	深业物业	509
20	美置服务	476

数据来源：克而瑞物管，恒大证券研究中心

2) 第二增长曲线

在物管行业的大局变化之下，核心物管业务对物管公司的收入贡献及增速下降，昔日作为新增长来源的社区增值服务亦已被大部分物管公司布局，逐渐成为主要增长来源。惟 2022 年业绩显示，受房地产下行及疫情影响，社区增长服务增长不如预期，一定程度拖累业绩，显示物管公司需要更多元化业务从而保持业绩增长及稳定性。因此，物管公司纷纷加速寻找新的“第二增长曲线”，拥有“第二增长曲线”的优胜物管公司将有利于他们获得差异化优势，并在行业中跑出。其中，非住业态成为重点拓展方向，i) 商业管理以及 ii) 城市服务有潜质成为优胜物管公司的“第二增长曲线”

图 16: 历年物管行业社区增值服务收入及同比



数据来源：克而瑞物管，恒大证券研究中心

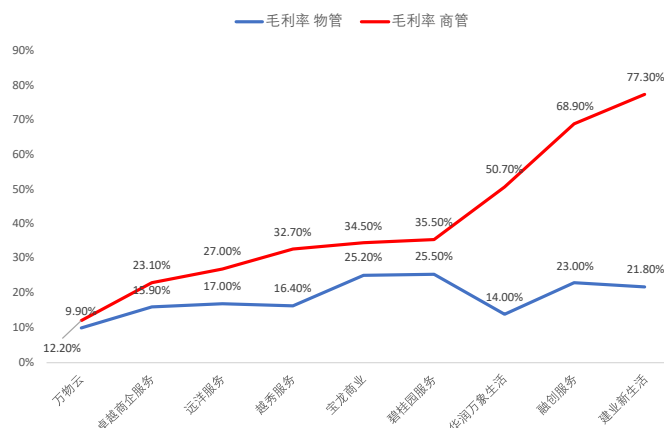
i) 商业管理

商业管理指对商业物业提供物业管理的服务,主要业态为购物中心和写字楼。与传统物业管理不同,以购物中心为例,商管面对的客户为购物中心持有方以及租户,并对双方提供一系列全流程的服务,例如开业前为购物中心物色最适合的租户、开业后协助租户举办主题活动等服务。另外,商管可以分为重资产和轻资产两种模式。在重资产模式之下,商管公司既是购物中心持有方也是商业运营方,会参与购物中心土地的投资、开发以及开业后的运营,主要收入来自于租金;在轻资产模式之下,商管公司只担任购物中心的运营和管理的角色,不参与购物中心土地最初阶段的开发,主要收入来自于提供运营服务而得到的佣金。当前市场主流采用后者轻资产模式经营,好处在于不用承担持有物业的风险,并能够实现快速拓展的效果。同时,在轻资产模式之下,商管的进入壁垒较高,购物中心运营服务对管理能力有更高的要求,只有少数的市场参与者在零售商之间建立了良好的声誉,并具有吸引知名租户的能力。

高盈利水平的增长曲线。在对公司损益表的影响上,当前商管具有两大特点:其一,在收入方面,商管的平均单位物业管理费较住宅物管的高,以越秀服务作参考,公司2022年写字楼/购物商场的平均管理费分别为每月每平方米人民币21.0/37.0元,而住宅物业平均管理费为每月每平方米人民币2.7元,远低于商管,而且商管管理费价格不受政府限制,提价难度较住宅物业低,能够提升物企的收入能力;

其二,在盈利方面,商管的毛利率水平比传统物管高,根据2022年布局商管的各主要物管公司业绩,主要物管公司2022年商管的平均毛利率为40%,高于物管业务的18%,其中建业新生活、融创服务、华润万象生活商管毛利率高于50%,可见商管板块能够带动公司的盈利水平提升。

图 17: 主要物管公司物管及商管业务毛利率对比

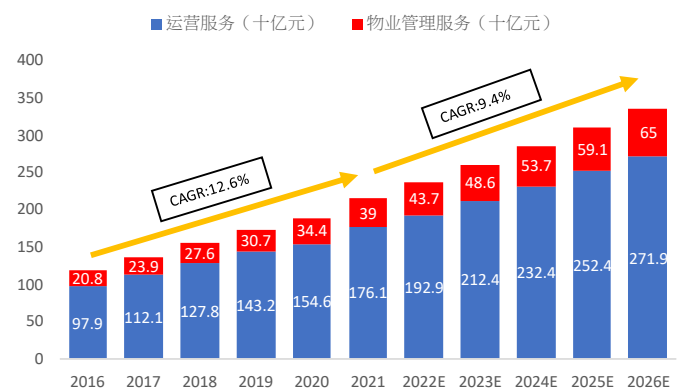
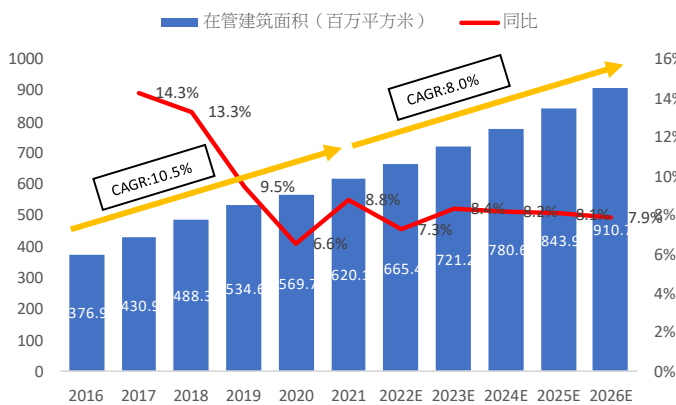


数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

市场具有增长空间。根据弗若斯特沙利文，2016-2021年购物中心运营服务市场在管总建筑面积由376.9百万平方米增至620.1百万平方米，5年复合年增长率为10.5%，2026年在管总建筑面积预期将达到910.7百万平方米，5年复合年增长率为8.0%；2016-2021年中国购物中心运营服务提供商总收入由人民币1,187亿元增至人民币2,151亿元，5年复合年增长率为12.6%，2026年总收入预期将达到人民币3,369亿元，2021年至2026年的复合年增长率为9.4%。而且，中国人均可支配收入及消费支出不断上升，但人均支出水平目前仍然处于全球主要国家较低位置，未来消费水平的持续提升将能够成为购物中心新增量的推动力。由此可见，未来市场仍然具有空间给予优秀的商管公司。

图 18: 2016 年至 2026 年(估计)中国购物中心运营服务市场在管总建筑面积

图 19: 2016 年至 2026 年(估计)中国购物中心运营服务提供商总收入



数据来源: 中国国家统计局, 弗若斯特沙利文, 恒大证券研究中心

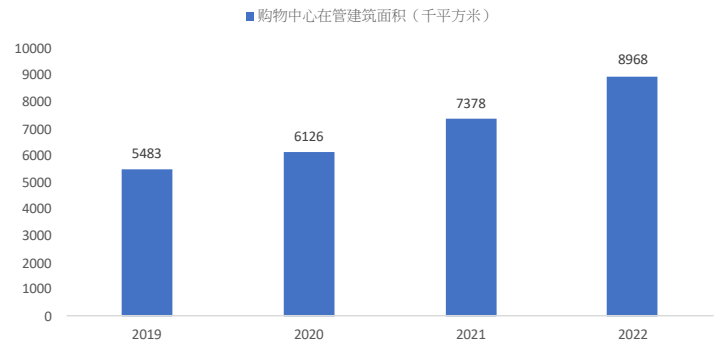
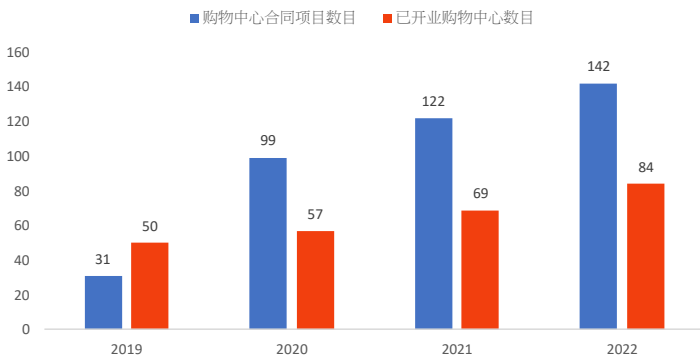
数据来源: 中国国家统计局, 弗若斯特沙利文, 恒大证券研究中心

华润万象生活为当前商管龙头。当前在物管板块中，为数不少的物管公司入局商管，例如华润万象生活、万物云、碧桂园服务、宝龙商业等等。其中，就业务规模以及管理能力而言，华润万象生活为行业中的龙头。公司在营购物中心规模持续增长，进一步巩固行业领导者地位，截至2022年，公司在营项目数量增至84个，面积达到897万平方米；年内新开业3个重奢购物中心，在营重奢购物中心数量增至11个，排名行业第一，进一步扩大商业高端市场领先优势；在营项目中，69个项目零售额排名当地市场前三，占比高达80.2%；品牌方面，合作的国际奢侈品品牌数量增至110多个，合作店铺数超470个，保持行业第一，筑牢品牌资源护城河，进一步深化核心品牌战略合作。在疫情困扰的2022年，公司商管板块收入仍然得到18%的同比增长，同时维持板块50%的高毛利率并贡献59%的毛利，显示公司商管板块在疫中仍能逆市增长，2022年业绩详见我们的业绩覆盖[华润万象生活 \(1209.HK\) - 2022 业绩覆盖 - 商管+物管龙头增收又增利](#)。

2022-12-16

图 20: 华润万象生活购物中心项目

图 21: 华润万象生活购物中心在管建筑面积



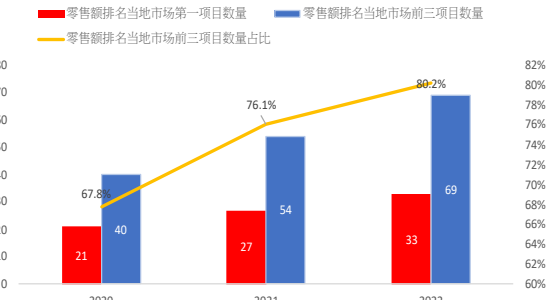
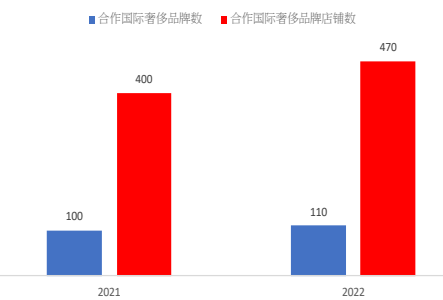
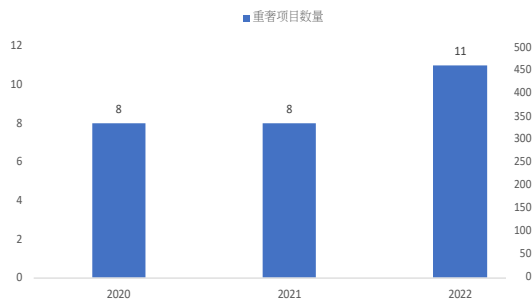
数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 22: 华润万象生活重奢购物中心项目数量

图 23: 华润万象生活合作国际奢侈品牌及品牌店铺数目

图 24: 华润万象生活购物中心零售额排名及占比



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

表 16: 主要物管公司商管业务业绩情况

物管公司	2022 收入(亿元)	同比	2022 毛利率	同比(pct)	收入占比
华润万象生活	42.14	18.20%	50.70%	2.10	35.07%
宝龙商业	20.58	2.03%	34.50%	-0.70	80.74%
碧桂园服务	12.85	96.44%	35.50%	-14.80	3.11%
合景悠活	5.49	5.03%	-	-	13.63%
越秀服务	5.45	10.52%	32.70%	-3.10	21.93%
中骏商管	3.96	-29.71%	38.90%	-18.60	33.47%
融创服务	1.48	-15.85%	68.90%	-3.30	2.08%
建业新生活	0.85	-43.77%	77.30%	12.80	2.70%
建发物业	0.24	-	-	-	1.05%

数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

2022-12-16

表 17: 主要物管公司购物中心产品线定位及展示

物管公司	产品线	定位	展示
华润万象生活	万象城	高端商业运营品牌，定位‘引领高品质风尚标杆’，目标客户为中高端客户。万象城一般位于一线及二线城市的市中心或核心区域，有多家旗舰店，提供覆盖餐饮、服装及其他类别的优质服务及品牌（包括国际奢侈品牌），以满足消费者的生活品味追求。	
	万象汇	主要面向年轻人和家庭，定位‘感受活力与热爱的聚集地’，是为优质生活提供服务的中高端商业中心。万象汇主要位于一二线城市区域中心或三线城市的核心地段，提供购物、餐饮、娱乐设施，为消费者提供活力生动的购物及社交胜地	
	万象天地	主打青春、潮流的品牌，定位‘融合城市文化的潮流策源地’，主要位于高能级城市核心地段。	
宝龙商业	宝龙一城	高端品牌，瞄准高端消费者，在此品牌旗下的零售商业物业通常位于一二线城市的市中心。其设有多个旗舰店。各个宝龙一城设计成有关地区的地标式商场。	
	宝龙城	瞄准中高端消费者，此品牌旗下的零售商业物业一般位于一二线城市的主要商业区。其提供众多品牌店铺。宝龙城为宝龙广场的高端版，将艺术精神注入商业应用。	

2023-5-30

	<p>宝龙广场</p>	<p>品牌旗下的各处零售商业物业均设计为小区、地区或城市内集购物、餐饮、娱乐于一体的多用途场所。</p>	
	<p>宝龙天地</p>	<p>打造为小区购物街，瞄准附近地区及小区住户，为其提供悠闲的购物体验，并迎合有关小区的特定需要。</p>	
<p>合景悠活</p>	<p>悠方</p>	<p>针对所有年龄层，聚焦于孕育一个时尚、健康及精致的乐活生活方式，融入生活的乐趣及热情。此外，我们亦提供餐饮、服装及其他主要范畴的优质品牌，以满足访客的需求。</p>	
	<p>摩方</p>	<p>以年轻顾客为目标，为年轻人及时尚一族提供独特品味的最新潮流趋势及时尚生活。我们旨在为到访摩方的购物者提供各式各样的商店，由时尚潮流到生活便利以及型格的用餐场所。</p>	

数据来源：公司公告，恒大证券研究中心

ii) 城市服务

以传统物业管理作比喻,简单来说城市服务可以想象成把一个公共城市空间看成是一个大型物业,像管理物业一样管理这个公共空间。城市服务的场景多样(例如轨交、学校、医院),提供的服务范围广(例如公共资源管理、公共秩序维护、市政环卫),服务对象延伸至政府,并需要管理、服务、运营等的能力叠加,因此要求物管公司有较强的综合服务能力。

尚在起步阶段,且盈利水平较低。当前物管公司在城市服务板块的布局有几项特点:其一,从物管公司在城市服务的布局上看,当前行业仍然处于前期布局阶段。从收入角度上看,当前主要布局城市服务的为碧桂园服务/保利物业/世茂服务,2022年收入分别为48/21/14亿元,城市服务收入占总收入占比为12%/15%/16%,其余物管公司城市服务占比均不超过10%,并未如商管业务一样成为部分物管公司的核心业务之一;

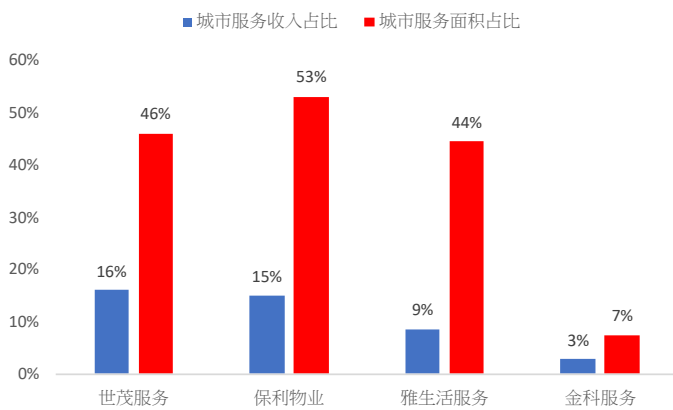
其二,物管公司归分为城市服务面积的收入贡献较低。根据2022年物管公司披露的数据,保利物业/世茂服务/雅生活服务的城市服务面积占比为53%/46%/44%,但该服务的收入占比只有25%/16%/9%,显示当前物管公司的城市服务项目仍然在整合中,城市服务业务对物管公司的面积贡献远大于收入贡献;

其三,城市服务的毛利率水平比传统物管低。根据2022年的各城市服务主要物管公司业绩,主要物管公司2022年商管的平均毛利率为15%,低于物管业务的19%,可见当前城市服务板块的盈利能力较低,对物管公司收入的贡献大于盈利贡献。可能对物管公司的盈利水平施加一定压力。

尽管城市服务业务整体上看仍然在起步阶段,在发展途中会对物管公司盈利造成一定压力,城市服务业务接触的场景多,并将服务由C端B端延伸至G端客户,因此发展空间较大,并拥有成为物管公司第二增长曲线的潜力。

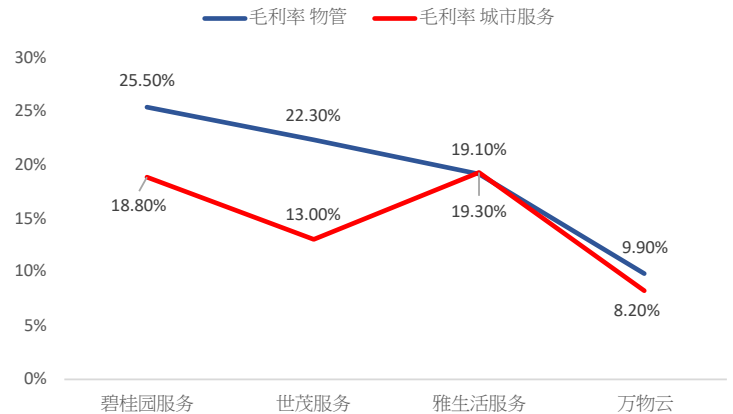
2022-12-16

图 25: 主要物管公司城市服务收入、面积占比



数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

图 26: 主要物管公司城市服务及物管毛利率对比

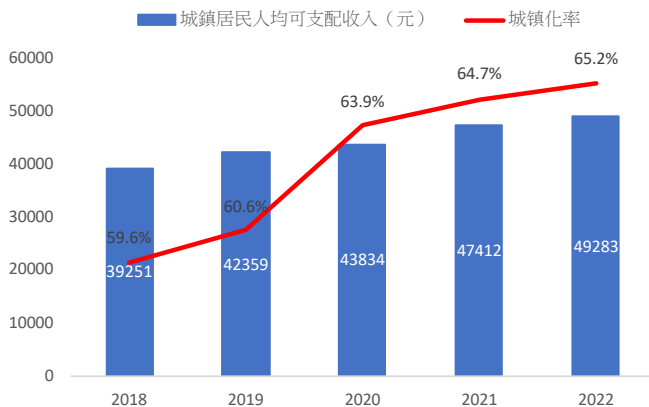


数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

服务对象延伸至 G 端, 行业发展空间庞大。在行业增长上, 中國宏觀經濟發展以及政府政策推动了城市服务的发展规模, 市场规模足够物业公司构建其第二增长曲线。根據弗若斯特沙利文的資料, 中國城鎮人口比例由 2017 年的 59.6% 增至 2022 年的 65.2%, 同時城鎮居民人均可支配收入由 2017 年的人民幣 39251 元增至 2022 年的人民幣 49283 元, 年複合增長率為 4.7%。這導致人口越來越集中, 其需要更多精心設計的城市空間, 以及更好的工作和城市環境, 從而推動了城市服務需求以及質量水平的增加。同时, 政府鼓勵私人資本投資及經營城市服務, 例如地方政府於 2020 年發佈的《關於進一步加強城市精細化管理工作的實施意見》提出政府將指導和鼓勵社會資本積極參與投資和運營城市服務, 並推動使用政府和社會資本合作模式。政府於 2020 年頒佈的《關於全面推進城鎮老舊小區改造工作的指導意見》亦提出政府將通過優化城鎮道路系統、改善市政公共基礎設施 和加快舊社區改造等方式改善城鎮功能, 给予需求空间推动物管公司入局城市服务。根据弗若斯特沙利文, 2017 至 2021 年, 城市服務市場的總收入由 1372 億元增加至 2069 億元, 複合年增長率為 10.8%。2026 年, 城市服務市場的總收入預計將達 3718 億元, 2021 至 2026 年 5 年的複合年增長率為 12.4%。

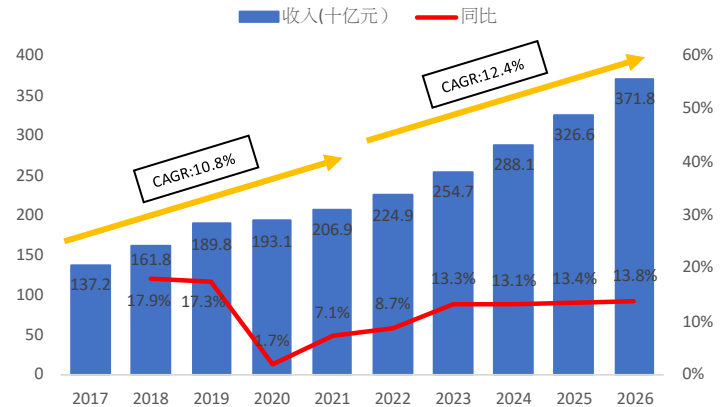
2023-5-30

图 27: 中国城镇可支配收入及城镇化率



数据来源: 国家统计局, 恒大证券研究中心

图 28: 2017-2026(估计) 中国城市服务市场总收入



数据来源: 中国国家统计局, 弗若斯特沙利文, 恒大证券研究中心

当前碧桂园服务及保利物业城市服务布局规模较大。当前布局城市服务, 于业绩展出该业务分部资料的物管公司主要为碧桂园服务、保利物业、世茂服务、雅生活服务、万物云以及金科服务, 其中以收入计算, 碧桂园服务以及保利物业在城市服务的布局较深。碧桂园服务于 2021 年成立城市服务集团, 正式实行公司化运营, 重点聚焦于市政、空间运营、产业园区、校园、医院五大核心赛道, 截至 2022 年覆盖超过 150 个城市, 并拓展了包括深圳机场、中国石油大学、上海四一一医院等重点项目; 保利物业打造了「镇兴中国」服务品牌, 以精细化服务助力社会治理精细化建设, 针对高校及教研物业、轨道交通物业、医院物业等业态, 于 2022 年重点拓展包括广交会四期展馆和会议中心项目、上海国际机场 S1 航站楼项目、西安市地铁 1-6 号、14 号及 16 号线一期 场段等项目。其他物管公司也逐渐推出城市服务项目, 例如万物云的「万物云城」, 预计物管行业将会继续布局城市服务赛道, 成功发展城市服务的物管公司将能得到第二增长曲线优势, 将自身与一般物管公司进行差异化。

表 18: 主要物管公司城市服务业绩情况

物管公司	2022 收入(亿元)	同比	2022 毛利率	同比(pct)	收入占比
碧桂园服务	48.37	6.80%	18.80%	1.20	11.69%
保利物业	20.62	41.01%	-	-	15.06%
世茂服务	13.81	61.55%	13.00%	0.30	15.99%
雅生活服务	13.15	88.33%	19.30%	-2.80	8.55%
万物云	6.64	95.49%	8.20%	-9.20	2.21%
金科服务	1.39	104.73%	-	-	2.78%

数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

2022-12-16

表 19: 主要物管公司城市服务品牌简介

物管公司	城市服务品牌	项目	特点
碧桂园服务	城市共生计划	开原市市政环卫一体化项目	一二线城市为主
保利物业	镇兴中国	珠海横琴物业城市项目	三四线城市为主
万物云	万物云城	嘉善大云镇	特色小镇为主

数据来源: 克而瑞物管, 恒大证券研究中心

投资建议

当前物管行业正在经历前所未有的重大转变，随着房地产行业的发展模式从高杠杆、高负债转变成适当杠杆、适当负债，杠杆的降低使房地产行业销售规模萎缩，不可避免地对物管行业发展产生影响，以往物管公司“三年三倍”、“三年五倍”、“五年五倍”等脱离健康发展的战略目标将不复再；同时房地产行业仍然处于出清阶段，关联房地产公司（尤其民企）各有着不透明的违约风险，或会对物管公司后续发展有着决定性的影响。在物管行业经历重大转变的背景下，以上因素引起的不确定性导致投资者当前仍然对物业管理行业持观望态度。

但是，从行业角度上看，在认清房地产中长期的发展方向后，物管行业仍然有着若干的发展机会以及投资价值。**第一，中国住房存有真实需求，支持物管市场规模发展。**虽然房地产超高速发展不再，未来仍然有刚性以及改善性的真实需求支撑房地产销售。根据测算，2023-2030年七年间的中国新增住房真实需求仍然超95亿平方米，等同于约11间物管龙头碧桂园服务的在管面积规模，后续新增的住房面积提供了物业管理的需求，潜在的在管面积将由优胜物管公司瓜分。**第二，政策持续推动，增值服务发展可期。**除了像以往高速扩大在管规模外，物管公司深化自身增值业务也能成为未来增长亮点。住房有着包括提升住房服务品质的改善性的需求，中央政府亦一直强调并支持物业管理在治理社会基层的角色，逐渐释放对不同物业服务的需求，蕴藏养老、托儿、医疗卫生、城市服务等各种民生服务的投资机会。根据弗若斯特沙利文，物管公司所提供增值服务的总收入2021年至2026年整体年复合增长率为21.4%，增值服务占物业管理服务总收入的比例预期由2021年的25.6%提升至2026年的35.0%。借鉴北美物管龙头，当前中国物管公司增值服务占比终极地尚有30-40%的庞大发展空间。**第三，物管估值处于历史底部位置。**整体上看，物管行业估值仍然处于3年较低位置，目前估值约处于-1个标准差水平。物管行业整体估值仍然处于历史底部，虽然房地产行业发展模式改变，对物管行业的推动力度将低于此前，但鉴于上述因素（房地产仍有真实需求，物管公司高质发展），若行业估值能够修复至中值，约有69%的修复空间，目前仍有部署优胜物管公司的空间及机会。

从公司角度上看，随着房地产端关联公司逐渐出清，物管公司的发展亦会逐渐分化，预计接下来优胜物管公司能够有机会跑出，抢占物管行业后续的发展机遇，展现公司的长期投资价值。然而，拥有两种特质的物管公司将更大机率成为后续在行业跑出的优胜物管公司。**第一，拥有安全关联方的物管公司；第二，拥有独立多元的发展能力，当中包括外拓能力以及第二增长曲线（商管服务以及城市服务）。**综合上述的条件，经过梳理后（见表20），于当前时点建议关注华润万象生活、保利物业、

2023-5-30

碧桂园服务、越秀服务、雅生活服务、万物云。

表 20: 主要物管公司长期投资价值的总汇

物管公司	关联方安全性	外拓能力	商管服务	城市服务	总分*
华润万象生活	√ √ √	√ √ √	√ √ √	-	9
保利物业	√ √ √	√ √ √	-	√ √ √	9
碧桂园服务	√	√ √	√	√ √ √	7
越秀服务	√ √ √	√ √	√	-	6
雅生活服务	√	√ √ √	-	√ √	6
万物云	√ √	√ √	-	√	5
绿城服务	√ √	√ √	-	-	4
世茂服务	-	√ √	-	√ √	4
金科服务	-	√ √	-	√	3
滨江服务	√	√ √	-	-	3
融创服务	-	-	√	-	1
建发物业	-	-	√	-	1

数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心, *√=1分

表 21: 推荐公司估值一览表

代码	公司名称	市值 (亿港元)	股价 (交易 货币)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
1209HK	华润万象生活	829.69	36.35	0.97	1.22	1.49	1.81	37.47	29.80	24.40	20.08
6049HK	保利物业	209.71	37.90	2.01	2.50	3.07	3.70	39.19	30.01	12.37	19.70
6098HK	碧桂园服务	306.28	9.08	0.58	0.90	1.06	1.19	15.66	10.09	8.57	7.63
6626HK	越秀服务	44.90	2.95	0.27	0.33	0.40	0.48	3.05	2.34	7.38	1.53
3319HK	雅生活服务	69.01	4.86	1.30	1.46	1.64	1.72	5.03	3.85	2.96	2.53
2602HK	万物云	316.42	26.85	1.40	1.80	2.32	2.79	27.77	21.26	11.57	13.96

数据来源: 公司公告, 恒大证券研究中心

风险因素

房企债务问题、房地产数据发展不及预期、物企多元业务发展不及预期。

2023-5-30

免责声明

分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报于投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：www.gisf.hk

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999