

推荐 (维持)

2020H1 物管中报总结： 业务边界持续拓展，业绩高速增长

2020年09月12日

重点公司

重点公司	目标价(港元)	评级
永升生活服务	23.0	买入
中海物业	8.60	买入
碧桂园服务	68.0	买入
绿城服务	10.0	审慎增持
新城悦服务	32.0	买入
时代邻里	14.80	买入
雅生活服务	42.0	买入

相关报告

《储备充足，拓展积极，高速增长》20200805

《高速增长物管龙头，以品质布局拓边界》20200716

《扎根大湾区，多元业务高速发展》20200705

《规模红利，聚焦“纯内需”》20200420

《销售驱动成长，业绩体现价值》20190421

海外房地产研究

分析师：

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人：

孙钟涟

sunzhonglian@xyzq.com.cn

SAC: S0190119100068

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SAC: S0190118010135

投资要点

- **中期业绩保持高速增长：**物管公司在2020H1的在管及合约面积稳定增长，在管物业业态及增值服务多元化同样带动盈利能力的提升，业绩保持高速增长。2020H1主要物管公司的营业收入、毛利以及净利润的平均增速分别为41.0%、42.6%和55.2%；平均毛利率和净利率分别为29.8%和15.6%，分别同比提升0.3pps和1.1pps，行业处于高速发展阶段。
- **营收和利润的绝对体量仍然较低：**2020H1营业收入最高的三家公司为碧桂园服务、绿城服务和雅生活服务，分别达到62.7、44.0和40.0亿元；净利润最高的公司为碧桂园服务、雅生活服务和保利物业，分别达到13.4、8.7和4.1亿元，营收和利润的绝对体量仍然较低。
- **毛利率受减税影响有所改善：**2020H1行业基础物管平均毛利率达到24.8%，较去年同期增加1.2pps，主要由于减税政策以及物管公司的降本增效措施。行业最高和最低的毛利率分别为碧桂园服务的38.1%和绿城服务的14.3%，毛利率分化较大。
- **在管规模多渠道扩张：**物管公司继续通过获取关联公司项目、第三方招投标、收并购等多渠道扩张在管规模。虽然受公共卫生事件影响，物管公司在上半年的在管面积转化进度略有放缓，较2019年末平均增速为19.6%，预计下半年各物管公司将加快转化进度，全年在管规模增长预期不变。
- **提前布局“新蓝海”城市运营服务领域：**2020H1主要上市公司积极布局城市运营服务领域。随着“机关及企事业单位后勤服务改革”的推进，政府将逐步释出资源，给物业管理行业带来较大增量市场。
- **收并购加速整合中：**2020H1行业收并购频繁：物业管理板块上市公司公告了的收并购活动中，一共有24起并购，涉及金额达到17.23亿元。一级市场PE估值对应2019年10-16倍区间，依然普遍低于二级市场。
- **物管板块IPO持续扩容：**从目前递交招股说明书的物管公司里面，我们建议关注以下7家物管公司，分别是世茂服务、金科智慧服务、华润万象生活、融创服务、卓越商企服务、合景悠活以及星盛商业。
- **估值及评级：业务属性决定估值下限，公司的成长空间和确定性决定上限。**截止目前港股物管板块平均估值对应2020/2021年31.9/22.3XPE。物管行业是存量+增量的模式，存量贡献稳定现金流和利润，增量带来业务弹性，净现金的财务状况，纯内需的业务属性决定了估值下限。公司的成长空间和确定性、管理层的执行力不断拓展估值的上限。
- **推荐公司：**物业管理行业受益于4大规模红利，板块正处于从1到N的快速拓展期，而增值服务正经历从0到1的拓荒期。物管公司经营稳健，现金流健康，不受行业周期性波动影响。行业首选永升生活服务、中海物业、碧桂园服务、绿城服务，推荐关注新城悦服务、雅生活服务、保利物业、宝龙商业。

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

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、中期回顾	- 4 -
1.1、中期业绩高速增长	- 4 -
1.2、收并购加速整合中	- 13 -
1.3、物管 IPO 持续扩容	- 15 -
2、行业估值	- 17 -
3、风险提示	- 19 -

图 表

图 1、主要上市公司营收	- 4 -
图 2、主要上市公司营收增速	- 4 -
图 3、主要上市公司净利润	- 5 -
图 4、主要上市公司净利润增速	- 5 -
图 5、主要上市公司 2020H1 在管面积	- 5 -
图 6、在管面积较 2019 年末增速	- 5 -
图 7、主要上市公司 2020H1 合约面积	- 6 -
图 8、主要上市公司 2020H1 合约面积/在管面积	- 6 -
图 9、在管面积来源	- 6 -
图 10、在管面积类型	- 6 -
图 11、新增市场外拓面积	- 7 -
图 12、主要上市公司全年市场外拓目标达成率	- 7 -
图 13、基础物业管理收入	- 8 -
图 14、基础物管收入增速	- 8 -
图 15、社区增值服务收入	- 8 -
图 16、社区增值服务收入增速	- 8 -
图 17、非业主增值服务收入	- 8 -
图 18、非业主增值服务收入增速	- 8 -
图 19、主要上市公司人均管理面积	- 9 -
图 20、主要上市公司员工成本占营收比重	- 9 -
图 21、主要上市公司毛利润	- 9 -
图 22、综合毛利率	- 9 -
图 23、基础物管毛利	- 10 -
图 24、基础物管毛利率	- 10 -
图 25、社区增值毛利	- 10 -
图 26、社区增值毛利率	- 10 -
图 27、非业主增值毛利	- 11 -
图 28、非业主增值毛利率	- 11 -
图 29、行业平均毛利占比	- 11 -
图 30、2020H1 各公司毛利占比	- 11 -
图 31、销售费用率	- 11 -
图 32、管理费用率	- 11 -
图 33、主要上市公司净利润	- 12 -

图 34、	净利率	- 12 -
图 35、	主要上市公司收并购新增物业在管面积.....	- 14 -
图 36、	主要上市公司全年新增在管面积目标完成率.....	- 14 -
图 37、	待上市公司收入结构	- 15 -
图 38、	待上市毛利润结构	- 15 -
图 39、	待上市公司在管面积和合约面积	- 16 -
图 40、	待上市合约在管比	- 16 -
图 41、	待上市公司在管面积业态分布	- 16 -
图 42、	待上市公司在管面积来源	- 16 -
图 43、	绿城服务 PE-Band.....	- 17 -
图 44、	中海物业 PE-Band.....	- 17 -
图 45、	碧桂园服务 PE-Band.....	- 18 -
图 46、	雅生活服务 PE-Band.....	- 18 -
图 47、	主要物管公司 2020 年 YTD 股价表现	- 18 -
图 48、	主要物管公司 EV/EBITDA	- 18 -
表 1、	2020H1 业绩一览	- 4 -
表 2、	2020H1 城市服务项目拓展情况.....	- 7 -
表 3、	2020 收并购一览（截至 20200911）	- 13 -
表 4、	收并购估值情况	- 13 -
表 5、	值得关注的待上市物管公司	- 15 -
表 6、	物管板块估值表（截至 20200911）	- 17 -
表 7、	港股通持股情况（截至 20200911）	- 19 -

报告正文

1、中期回顾

1.1、中期业绩高速增长

虽然受公共卫生事件影响，但聚焦纯内需的物业管理板块 2020H1 仍然取得高速增长，我们整理了 18 家香港上市物管公司 2020 年中报数据，其中营业收入、毛利以及净利润的平均增速分别为 41.0%、42.6%和 55.2%，平均毛利率和净利率分别为 29.8%和 15.6%。

表1、2020H1 业绩一览

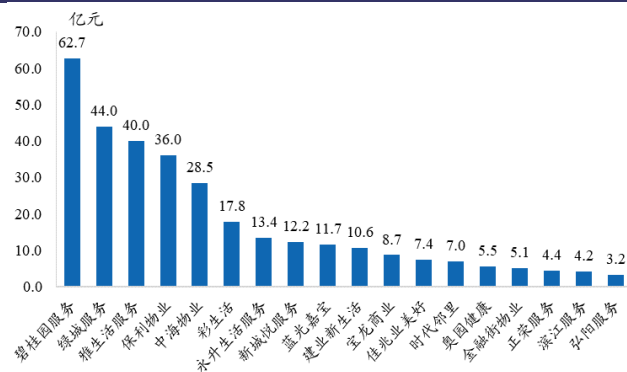
NO.	代码	公司	营业收入 (亿元)	同比 (%)	毛利 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
1	6098.HK	碧桂园服务	62.7	78.4	23.3	69.3	13.4	61.6	37.2	21.3
2	3319.HK	雅生活服务	40.0	78.5	12.8	53.8	8.7	53.6	31.9	21.8
3	6049.HK	保利物业	36.0	27.6	7.3	10.1	4.1	28.0	20.4	11.4
4	2869.HK	绿城服务	44.0	20.1	9.1	28.2	3.6	56.1	20.6	8.2
5	2669.HK	中海物业	28.5	18.0	5.1	5.5	2.9	13.4	18.0	10.0
6	1778.HK	彩生活	17.8	-1.8	5.8	-1.4	2.5	4.8	32.7	13.8
7	2606.HK	蓝光嘉宝	11.7	25.0	4.1	28.9	2.4	30.8	35.0	21.0
8	1755.HK	新城悦服务	12.2	42.7	3.6	45.7	2.1	65.6	29.8	16.8
9	1995.HK	永升生活服务	13.4	90.0	4.1	96.0	2.0	121.1	30.7	14.9
10	9983.HK	建业新生活	10.6	56.1	3.7	52.1	1.9	91.6	34.6	17.8
11	9909.HK	宝龙商业	8.7	16.0	2.5	28.8	1.4	66.4	29.3	16.7
12	2168.HK	佳兆业美好	7.4	32.7	2.5	31.0	1.2	34.5	33.8	16.6
13	3662.HK	奥园健康	5.5	39.5	2.2	41.5	1.1	24.0	40.1	20.4
14	3316.HK	滨江服务	4.2	31.1	1.4	48.9	1.0	112.3	32.9	24.9
15	9928.HK	时代邻里	7.0	54.0	2.0	62.0	0.8	101.3	28.4	12.0
16	1502.HK	金融街物业	5.1	18.7	1.1	23.3	0.6	22.9	20.7	12.3
17	6958.HK	正荣服务	4.4	50.1	1.6	75.6	0.6	102.7	35.0	13.7
18	1971.HK	弘阳服务	3.2	60.4	0.8	67.7	0.2	3.0	26.3	7.2
	平均			41.0		42.6		55.2	29.8	15.6

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

*中海物业为港币报表

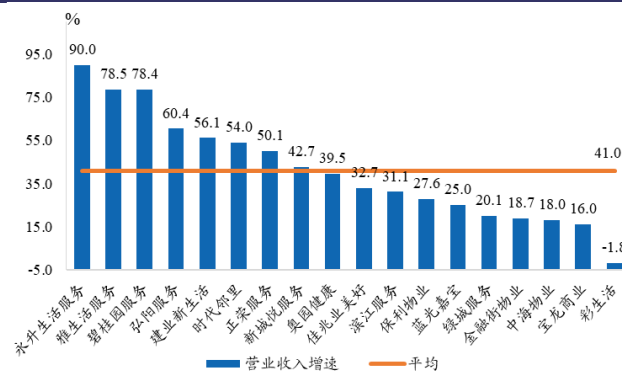
2020H1 营业收入最高的三家公司为碧桂园服务、绿城服务和雅生活服务，分别达到 62.7、44.0 和 40.0 亿元；营收增速前三的公司分别为永升生活服务、雅生活服务和碧桂园服务，营收增速分别为 90.0%、78.5%和 78.4%，行业营收平均同比增长 41.0%。

图1、主要上市公司营收



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、主要上市公司营收增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

从净利润绝对值来看,2020H1 碧桂园服务、雅生活服务 and 保利物业的为行业最高,分别达到 13.4、8.7 和 4.1 亿元。2020H1 净利润增速前三的公司分别为永升生活服务、滨江服务和正荣服务,增速分别为 121.1%、112.3%和 102.7%,净利润平均增速为 55.2%。

图3、主要上市公司净利润

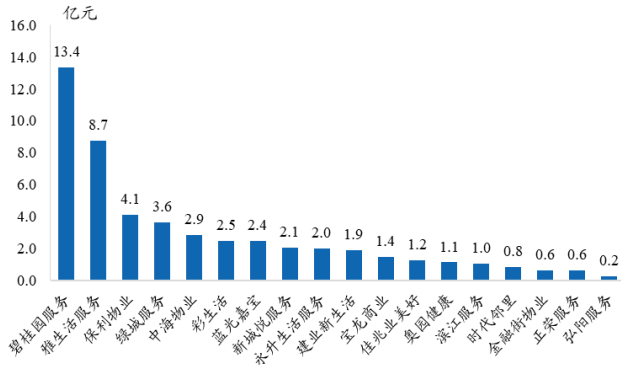
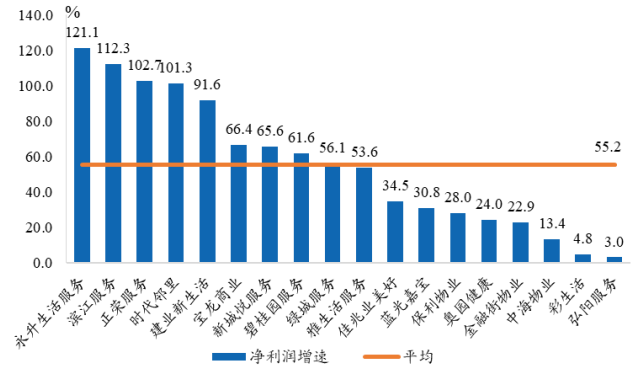


图4、主要上市公司净利润增速



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

多渠道拓展在管物业规模:截至 2020H1,物管公司平均在管规模达到 1.32 亿方,排名前三的物管公司为彩生活、雅生活服务和碧桂园服务,在管面积分别为 3.64 亿方、3.53 亿方及 3.19 亿方。物管公司继续通过获取关联公司项目、第三方招投标、收并购等多渠道拓展在管规模,虽然受公共卫生事件影响,物管公司在上半年的在管面积转化进度略有放缓,较 2019 年末平均增速为 19.6%,预计下半年各物管公司将加快转化进度,全年在管规模增长预期不变。雅生活服务因同中民物业于上半年完成合并,在管规模较 2019 年末增长 100.1%。

图5、主要上市公司 2020H1 在管面积

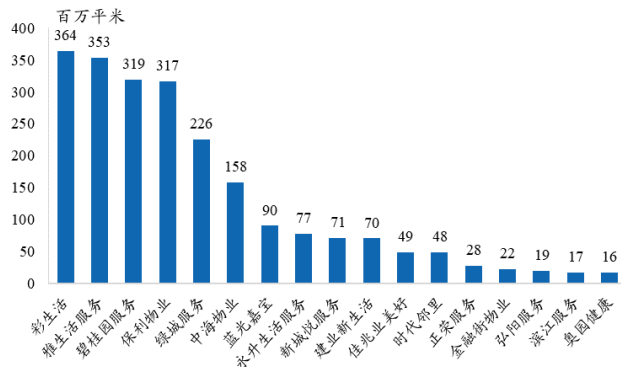
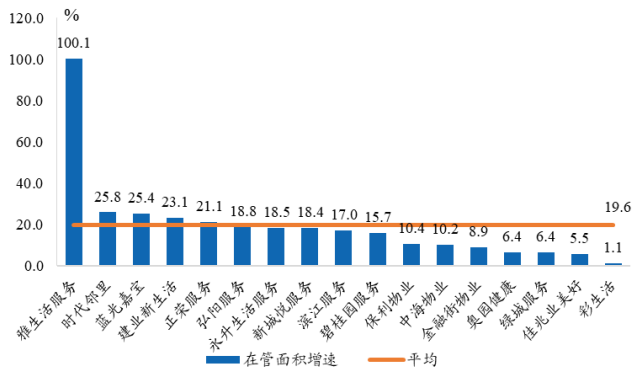


图6、在管面积较 2019 年末增速

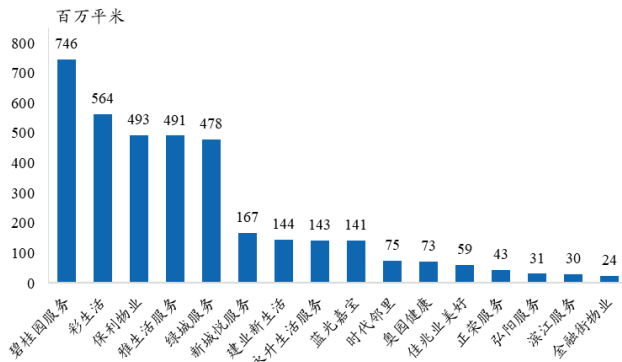


资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

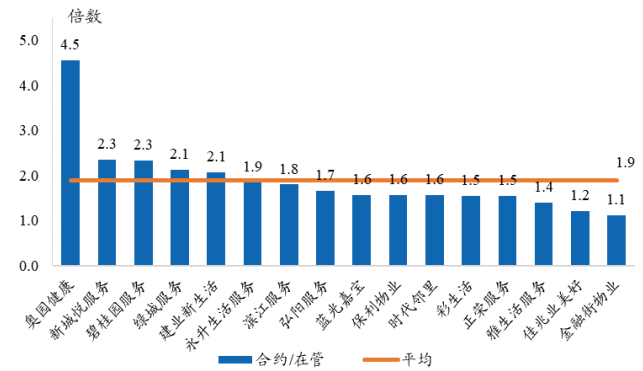
合约在管比处于高位,储备面积充足:2020H1 行业平均合约面积达到 2.31 亿方,合约在管比达到 1.9 倍,奠定行业未来 2-3 年内确定性增长基础。分公司来看,碧桂园服务、彩生活、保利物业、雅生活服务和绿城服务合约面积分别达到 7.5 亿方、5.6 亿方、4.9 亿方、4.9 亿方和 4.8 亿方,可预见 2-3 年后头部物管企业将迈入在管规模 5 亿方的新台阶。

图7、主要上市公司 2020H1 合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

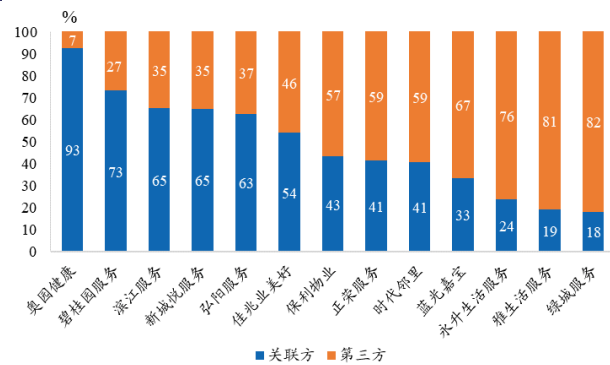
图8、主要上市公司 2020H1 合约面积/在管面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

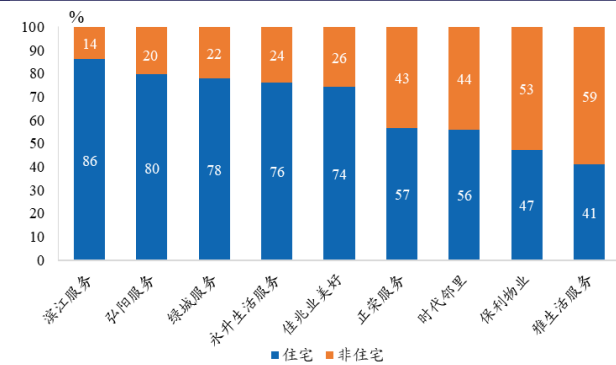
逐渐加大第三方拓展，非住宅业态占比提升：2020H1 主要上市公司继续加大第三方拓展，其中绿城服务、雅生活服务和永升生活服务来自独立第三方的在管面积占比分别为 82%、81%和 76%。从在管物业业态来看，行业平均 66%为住宅类物业，较 2019 年末下降 4pps，非住宅业态占比逐步提升。

图9、在管面积来源



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、在管面积类型



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

提前布局城市运营服务领域：2020H1 碧桂园服务、佳兆业美好、时代邻里、雅生活服务、保利物业和永升生活服务通过招投标、收并购、和国企成立混改公司、和政府合作成立服务平台等方式提前布局城市运营服务领域。城市服务领域目前是蓝海市场，资源集中在地方政府手中，随着“机关及企事业单位后勤服务改革”、“公共服务领域鼓励社会资本投资和运营”等政策的推进落实，政府将逐步释出资源，给物业管理行业带来较大增量市场。

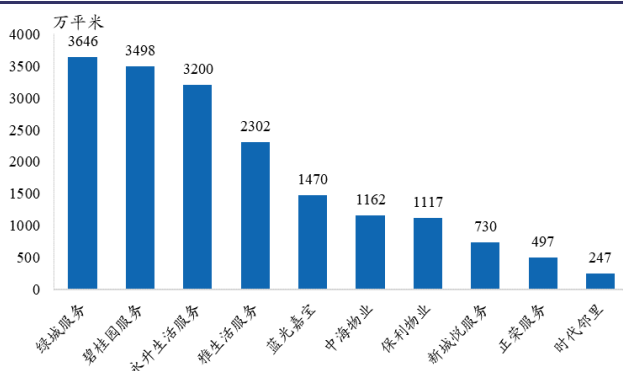
表2、2020H1 城市服务项目拓展情况

代码	公司	项目情况
6098.HK	碧桂园服务	拓展项目，上半年获取 6 个项目，包括山西寿阳县、天津市军粮城、大连市金普新区、衢州交投集团、云南陆良滇中健康城、陕西白鹿仓集团
2168.HK	佳兆业美好	1) 河北邯郸市峰峰矿区成立城市综合服务平台；2) 收购宁波朗通物业
9928.HK	时代邻里	上半年获取城市公服项目在管面积为 2228 万平米
3319.HK	雅生活服务	1) 拓展获取京沪高速宣堡服务区、拉萨海关等项目； 2) 与青岛文旅集团成立混改公司，提供城市环卫、城市园林、城市美化亮化等城市服务； 3) 与甘肃文旅集团合资成立甘肃文旅雅生活物业，搭建智慧文旅物业综合服务平台
6049.HK	保利物业	上半年新增在管项目 42 个，完成新签约项目 66 个，公共服务项目上半年收入为 3.5 亿元，同比增长 60.1%。
1995.HK	永升生活服务	上半年完成签约江苏宿迁泗阳、乌兰察布集宁区。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

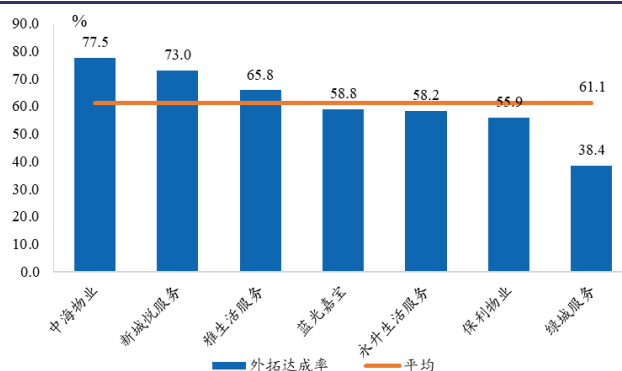
市场外拓向品牌品质竞争阶段过渡：2020H1 主要上市公司在外拓市场上出现分化，头部物管公司依靠品牌和服务保持较高中标率，也有更高的全年目标。外拓面积排名前三的公司是绿城服务、碧桂园服务和永升生活服务，外拓面积均超过 3000 万方。2020H1 主要上市公司外拓目标平均达成率为 61.1%，排名前三的物管公司是中海物业、新城悦服务和雅生活服务。

图11、新增市场外拓面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

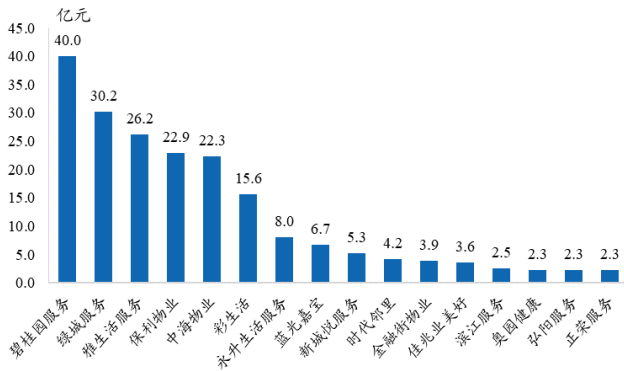
图12、主要上市公司全年市场外拓目标达成率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

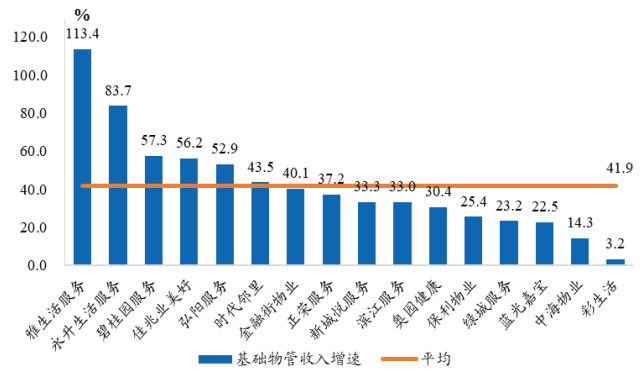
基础物管收入高速增长：2020H1 行业平均基础物管收入达到 12.3 亿元，其中碧桂园服务、绿城服务和雅生活服务基础物管收入排名行业前三。基础物管收入行业平均增速为 41.9%，其中雅生活服务、永升生活服务、碧桂园服务物业排名前三，分别为 113.4%、83.7% 及 57.3%。

图13、基础物业管理收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

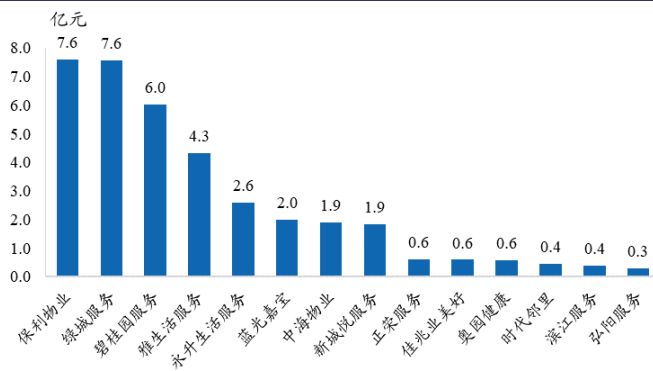
图14、基础物管收入增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

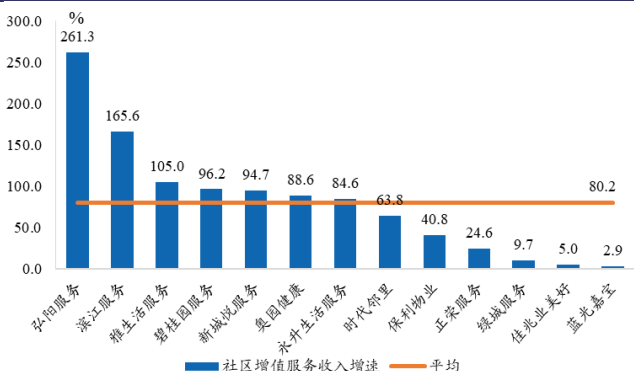
社区增值服务多点开花：2020H1 行业平均社区增值服务收入达到 2.6 亿元，平均增速为 80.2%，主要因社区增值服务新增多项业务，且因受公共卫生事件影响，到家零售和家居生活类服务使用频率大幅提高；分公司来看，社区增值服务收入排名领先的公司为保利物业、绿城服务和碧桂园服务，分别达到 7.6、7.6、6.0 亿元。

图15、社区增值服务收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

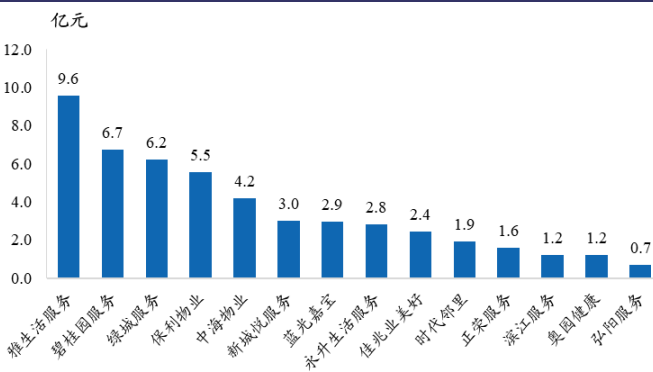
图16、社区增值服务收入增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

非业主增值服务收入稳定增长：2020H1 非业主增值服务行业平均收入达到 3.5 亿元，收入排名前三的公司分别为雅生活服务、碧桂园服务和绿城服务，分别达到 9.6、6.7 和 6.2 亿元。非业主增值服务收入行业平均增速为 38.1%，其中永升生活服务、正荣服务和奥园健康排名前三，分别为 117.1%、90.7% 及 55.3%。

图17、非业主增值服务收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

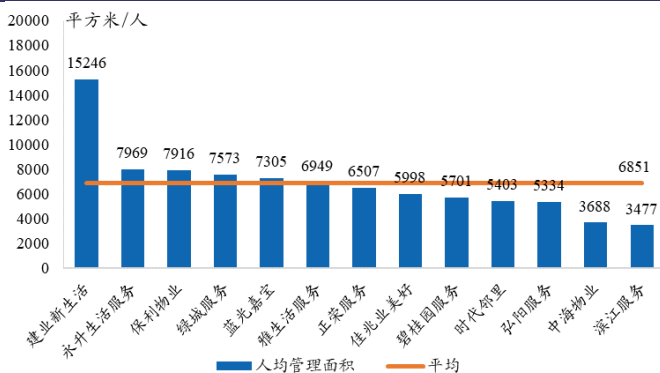
图18、非业主增值服务收入增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

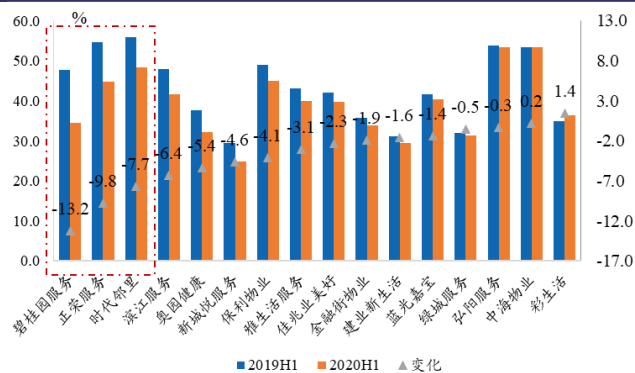
降本增效，优化运营：物管公司积极通过外包、智能化、自动化等手段降低成本，提高运营效率。截至 2020H1，行业人均管理面积为 6851 平米/人，较 2019 年末略增 2.1%，人均管理面积前三的公司是建业新生活、永升生活服务和保利物业；平均员工成本占营收的比重为 39.3%，同比下降 3.8pps，员工成本比重降幅前三的公司是碧桂园服务、正荣服务和时代邻里。

图19、主要上市公司人均管理面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

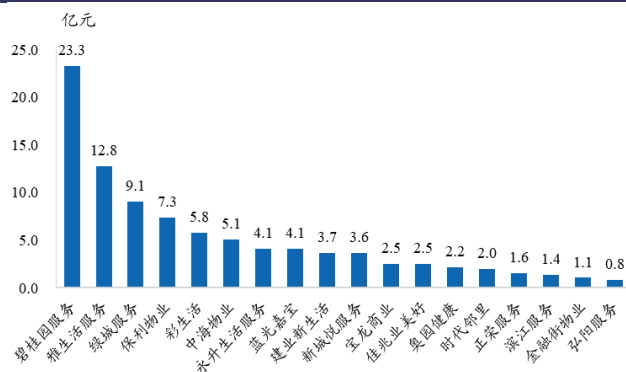
图20、主要上市公司员工成本占营收比重



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

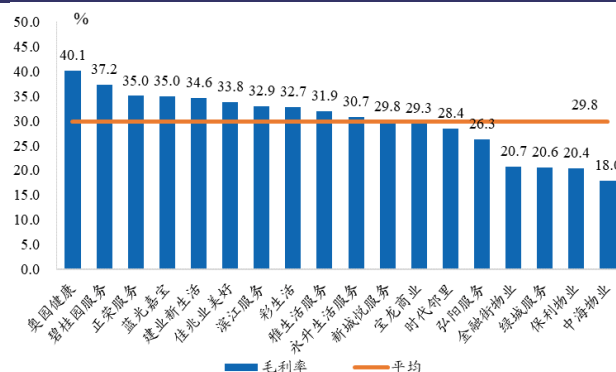
行业综合毛利率仍在稳步提升：2020H1 行业综合毛利率达到 29.8%，同比上升 0.3pps。2020H1 综合毛利率排名较高的公司为奥园健康、碧桂园服务、正荣服务、蓝光嘉宝及建业新生活，毛利率分别为 40.1%、37.2%、35.0%、35.0 及 34.6%。2020H1 行业上市公司平均毛利润为 5.1 亿元，同比增长 39.9%，分公司看碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务毛利水平居前。

图21、主要上市公司毛利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

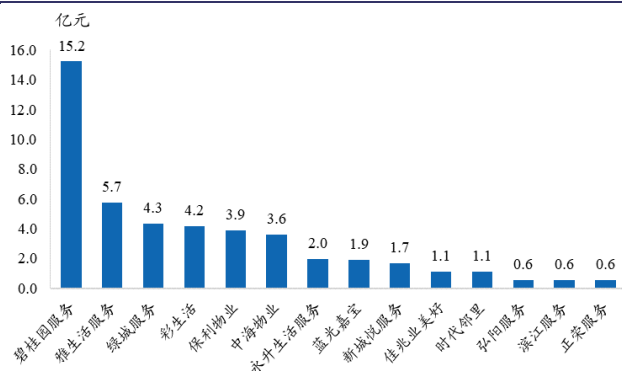
图22、综合毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

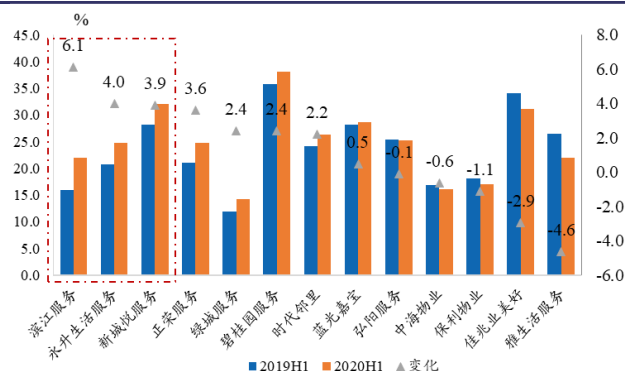
毛利率受减税影响有所改善：2020H1 行业基础物管平均毛利率达到 24.8%，较去年同期增加 1.2pps，主要由于减税政策以及物管公司的降本增效措施。行业最高和最低的毛利率分别为碧桂园服务的 38.1%和绿城服务的 14.3%，毛利率分化较大。毛利率提升排名前三的公司是滨江服务、永升生活服务和新城悦服务，降本增效成果显著，毛利率分别较去年同期增加 6.1、4.0 和 3.9pps。2020H1 行业上市公司平均基础物管毛利润为 3.3 亿元，同比增长 56.2%，分公司看碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务毛利水平居前。

图23、基础物管毛利



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

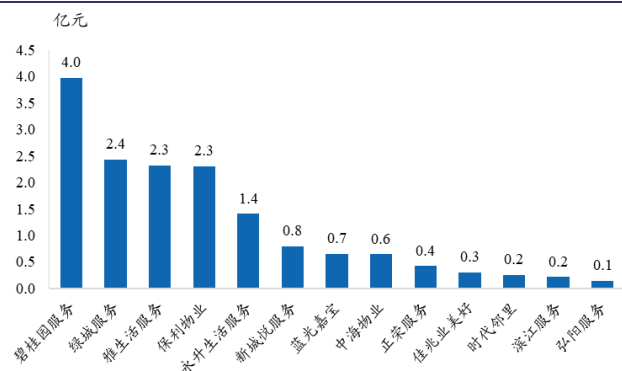
图24、基础物管毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

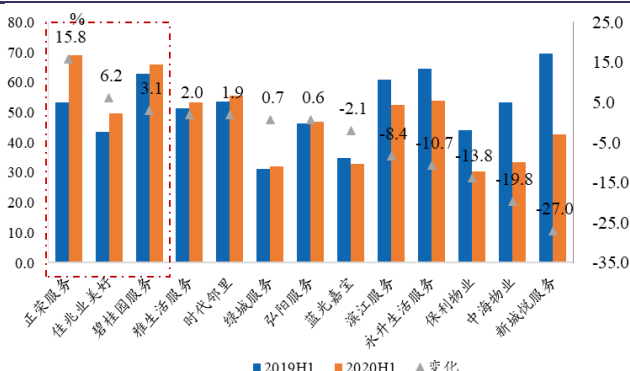
社区增值服务全年毛利率预计略有下行：2020H1 行业社区增值毛利率达到 47.5%，同比下降 4pps，主要是由于家装宅配类业务外包转自营、零售收入占比提升影响，预计未来行业社区增值行业毛利润规模持续扩大，毛利率水平略有下行。毛利率增幅排名前三的公司是正荣服务、佳兆业美好和碧桂园服务，主要由于收入结构变化，高毛利业务收入占比提高，毛利率分别较去年同期增加 15.8、6.2 和 3.1pps。2020H1 行业上市公司平均社区增值毛利润为 1.2 亿元，同比增长 41.8%，分公司看碧桂园服务、绿城服务、雅生活服务毛利水平居前。

图25、社区增值毛利



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

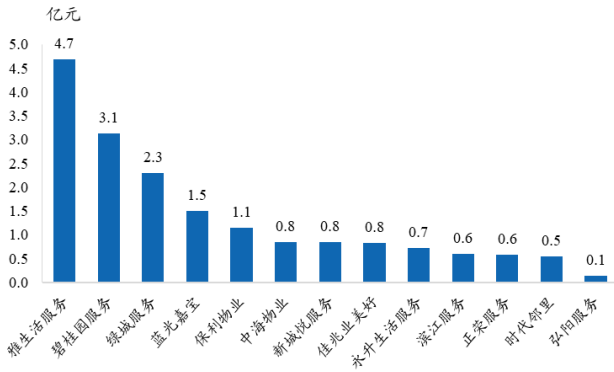
图26、社区增值毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

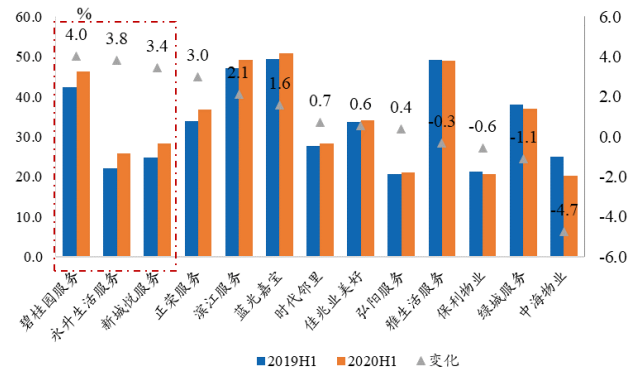
非业主增值毛利率稳定：2020H1 行业非业主增值毛利率达到 34.4%，同比增长 1pps，毛利率增幅排名前三的公司是碧桂园服务、永升生活服务和新城悦服务，主要因高毛利的咨询服务或车位尾盘销售业务收入提升，分别较去年同期增加 4.0、3.8 和 3.4pps。

图27、非业主增值毛利



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

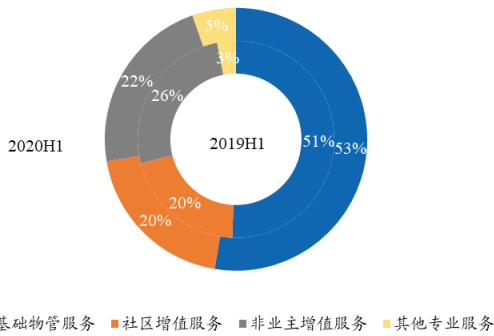
图28、非业主增值毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

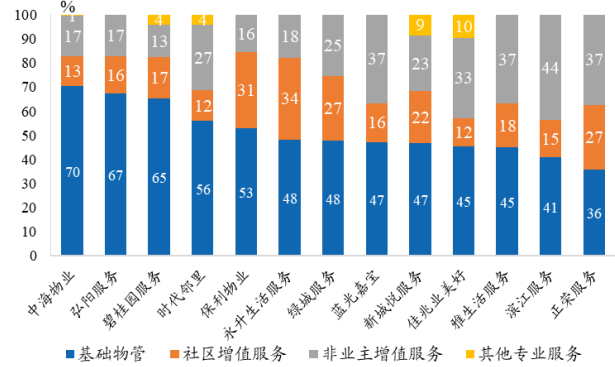
社区增值服务占毛利比重略降：2020H1 行业来自基础物管、社区增值、非业主增值及其他专业服务的行业平均毛利占比分别为 53%、20%、22%及 5%，分别较去年同期增长 2.0、降低 0.8、降低 3.6 及增长 2.3pps。因受公共卫生事件影响，案场协销、房修、二手经纪等增值服务无法展开，增值服务毛利占比略降。

图29、行业平均毛利占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

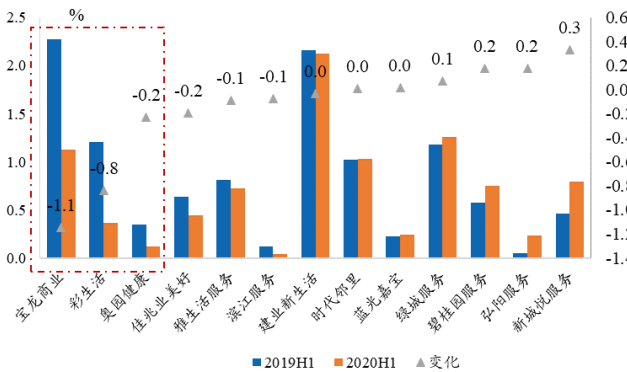
图30、2020H1 各公司毛利占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

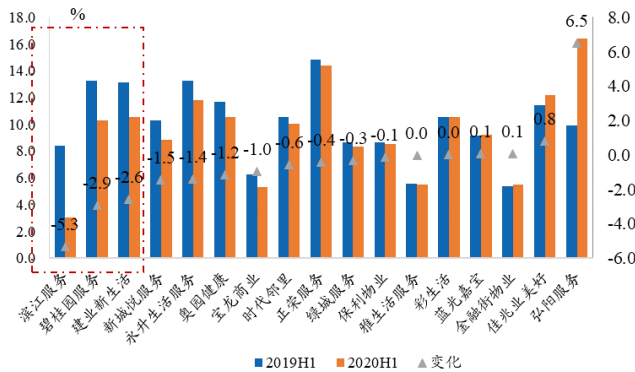
费用率稳步下降：2020H1 行业平均销售费用率为 0.7%，同比下降 0.1pps，维持低位水平；平均管理费用率 9.5%，同比下降 0.6pps，管理效率持续提升。分公司看，销售费用率下降排名前三的公司为宝龙商业、彩生活和奥园健康；管理费用率下降排名前三的公司为滨江服务、碧桂园服务和建业新生活。

图31、销售费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

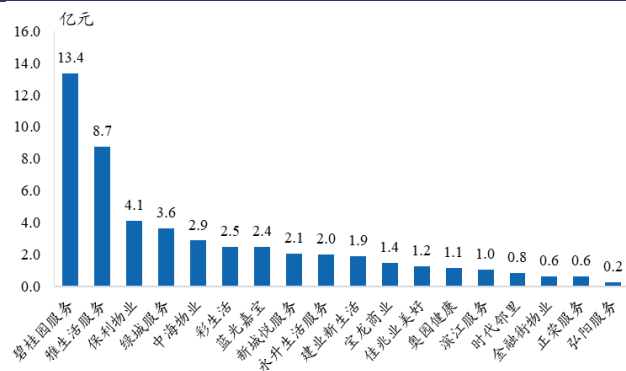
图32、管理费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

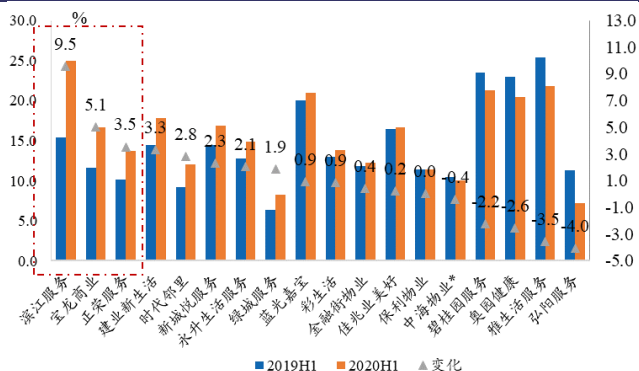
净利润保持高增长，净利率稳步提升：在毛利率提升及管理效率改善的趋势下，净利率继续稳步提升。2020H1 行业平均净利率为 15.6%，同比提升 1.1pps，其中滨江服务、宝龙商业和正荣服务净利率提升幅度居前三。分公司来看，碧桂园服务、雅生活服务、保利物业利润水平领先行业，分别为 13.4、8.7、4.1 亿元；滨江服务、雅生活服务、碧桂园服务净利率领先行业，分别为 24.9%、21.8%、21.3%。

图33、主要上市公司净利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、收并购加速整合中

2020H1 行业收并购频繁：物业管理板块上市公司公告了的收并购活动中，一共有 24 起并购，涉及金额达到 17.23 亿元。并购标的大部分以小型物管公司为主，补充了大量的在管面积。对于一些在管面积规模较小的公司，通过并购做大规模的途径更容易实现，比如奥园健康并购的在管面积超过了 2019 年公司的在管面积。还有一些并购了上市公司的股权，以及增值服务相关的公司。收并购及整合将是未来行业的重大趋势，上市公司有充足的现金储备，也有做大规模和提升区域内规模效应的动力。

表3、2020 收并购一览（截至 20200911）

代码	公司	收并购次数	并购金额	权益 (%)	项目个数	获取面积 (万平米)	2020H1 在管面积 (万平米)
2168.HK	佳兆业美好	1	2700 万元	60	48	402	4622
3662.HK	奥园健康	2	2.8 亿元	65 及 80	230	2541	1510
2606.HK	蓝光嘉宝	11	3.17 亿元	55-100	146	1726	7170
9928.HK	时代邻里	3	2.82 亿元	100 及 51	240	2143	3843
1755.HK	新城悦服务	1	1.0455 亿元	61.5	50	522	6015
1995.HK	永升生活服务	1	864.4 万元	50	18	320	6515
6098.HK	碧桂园服务	3	6.266 亿元	100 及 3.53	NA	NA	27610
9909.HK	宝龙商业	1	4055 万元	60	44	89	698 (商业)
1917.HK	弘阳服务	1	3672 万元	51	NA	423	1872
	合计	24	17.23 亿元				

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

收并购竞争加剧，但估值依然低于二级市场：从收并购的对价和估值来看，2020H1 收并购市场竞争加剧，一级市场 PE 估值对应 2019 年 10-16 倍区间，估值上限大幅提高。但是一级市场并购的价格普遍低于二级市场上市物管公司本身的估值，行业并购对应 2019A/2020E 的平均 PE 分别为 11.3 和 10.0，远低于目前行业的 45.2 和 33.0，这对上市公司来说是非常有利的一件事。我们认为一级市场收购估值较低的原因包括：1) 并购标的的规模有限，继续做大的可能性并不高，项目之间的协同和规模效应较小；2) 虽然大部分是盈利，但盈利能力比较低，除了基础物管业务以外，高毛利的增值服务占比很小；3) 基本都是独立的物管公司，背后并没有实力雄厚的地产集团支持；4) 或者是关联地产公司有合作带来物管公司的整合，等。

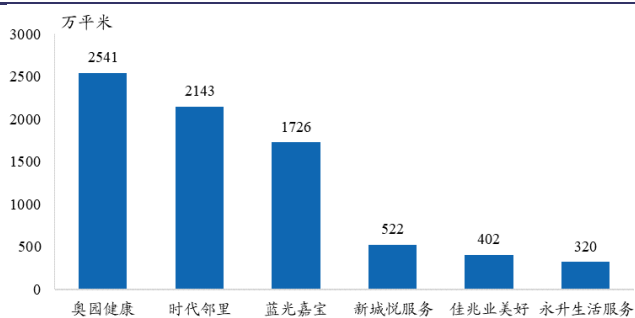
表4、收并购估值情况

代码	公司	收购日期	收购公司	收购对价 (万元人民币)	权益比例 (%)	PE-2019A	PE-2020E
2168.HK	佳兆业美好	2020-6-30	宁波朗通物业	2,700	60	11.6	10.5
3662.HK	奥园健康	2020-5-11	宁波宏建物业	3,700	65	11.4	9.5
3662.HK	奥园健康	2020-4-22	乐生活智慧社区服务	24,790	80	12.9	11.2
9928.HK	时代邻里	2020-3-24	广州市浩晴物业	3,272	100	9.0	8.6
9928.HK	时代邻里	2020-5-9	广州市耀城物业	1,487	100	9.7	9.2
9928.HK	时代邻里	2020-6-28	上海科箭物业	23,405	51	16.1	14.0
1755.HK	新城悦服务	2020-5-7	成都诚悦时代物业	10,455	61.5	10.4	9.8
1995.HK	永升生活服务	2020-2-27	青岛银盛泰物业	864	50	4.7	4.5
2606.HK	蓝光嘉宝	截至 2020-8-31	11 家物管公司	3,1700	NA	15.5	13
9909.HK	宝龙商业	2020-7-6	浙江星汇商管公司	4055	60	--	10
	平均					11.3	10.0

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

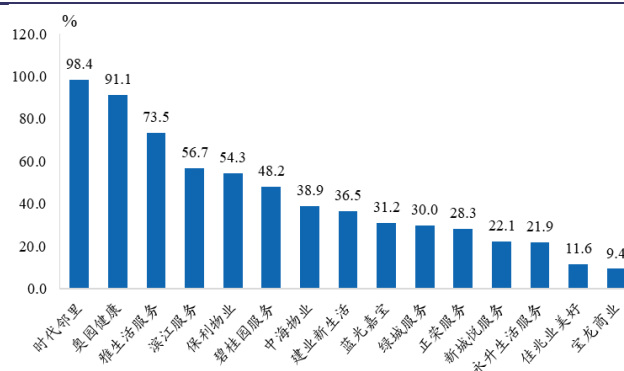
收并购可以加快在管面积的扩张:物管公司获取新的在管项目一般通过三种方式,分别是来自关联公司、独立第三方招投标以及收并购,而收并购可以加快物管公司在管面积的扩张。截至目前,奥园健康和时代邻里的并购力度最大,奥园健康和时代邻里通过收并购获取的面积分别为 2541 万平方米和 2143 万平方米,再加上来自关联方和独立第三方的项目,分别完成全年新增在管面积目标的 91.1%和 98.4%,确保了公司 2020 年在管面积的高速增长。

图35、主要上市公司收并购新增物业在管面积



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图36、主要上市公司全年新增在管面积目标完成率



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

收并购使在管业态更丰富:物管公司通过收并购快速获取经验丰富的团队,进入新的业态领域。新城悦通过并购成都诚悦时代物业使公司从单纯的住宅物管进入商写及商场的物管领域。时代邻里通过并购进入电力系统以及工业物流地产领域。

收购使增值服务突破社区边界:碧桂园服务收购城市纵横 100% 股权,既是为碧桂园服务的社区引入优质管理运营服务,也为公司突破社区边界,输出广告服务能力打下基础。城市纵横是城市楼宇电梯海报广告发布服务提供商,在行业中排名第三。碧桂园服务目前有 4.4 万台电梯资源,包括灯箱在内共有 13 万块广告位资源,收购城市纵横后碧桂园服务所有社区广告业务从外包转为自营,全部由城市纵横管理。碧桂园服务还将向中小型物管公司输出广告服务能力,打造突破碧桂园社区边界的物业广告联盟,驱动广告业务持续高速增长。

通过股权合作打造生活服务联盟:绿城服务希望通过股权合作打造生活服务联盟。首先公司引入龙湖集团成为公司的战略股东,持股比例达到 10%;另外,公司去年参与了滨江服务的 IPO,并在今年战略入股了中奥到家,持股比例达到 13.85%。公司希望通过股权的捆绑,扩大客户资源对接平台,打造生活服务体系,为更多的客户资源创造价值。另外,碧桂园服务也收购了合富辉煌 3.53% 的股权,合富辉煌主要从事新房及二手房代理的业务,预期未来两者在业务层面有更多的合作。

收并购的潜在风险:我们认为收并购的落地只是业务开展的第一步,后续如何对并购标的进行整合和赋能,能否与公司现有在管项目产生协同效应?在公司更高效的管理下能否提升利润率?收购产生的商誉会不会减值?以及并购标的在股权发生变动后核心人员的流失问题等,都是需要进一步观察的。

1.3、物管 IPO 持续扩容

物管板块 IPO 持续扩容：从目前递交招股说明书的物管公司里面，我们建议关注以下 7 家物管公司，分别是世茂服务、金科智慧服务、华润万象生活、融创服务、卓越商企服务、合景悠活以及星盛商业。从营收规模看，华润万象生活、融创服务和世茂服务排名居前；从净利润看，世茂服务、金科智慧服务和华润万象生活排名居前。

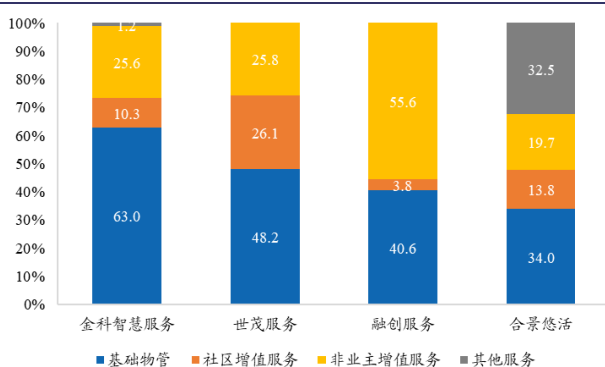
表5、值得关注的待上市物管公司

公司	2019A 营业收入 (亿元)	2019A 净利润 (亿元)	2019A 毛利率 (%)	2019A 净利率 (%)	关联地产公司
世茂服务	24.9	3.8	33.7	15.4	世茂集团
金科智慧服务	23.3	3.7	27.3	16.1	金科股份
华润万象生活	58.7	3.6	16.1	6.2	华润置地
融创服务	28.3	2.7	25.5	9.5	融创中国
卓越商企服务	18.4	2.3	23.6	12.7	卓越集团
合景悠活	11.2	1.8	37.3	16.4	合景泰富
星盛商业	3.9	1.0	51.8	24.7	星河控股

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

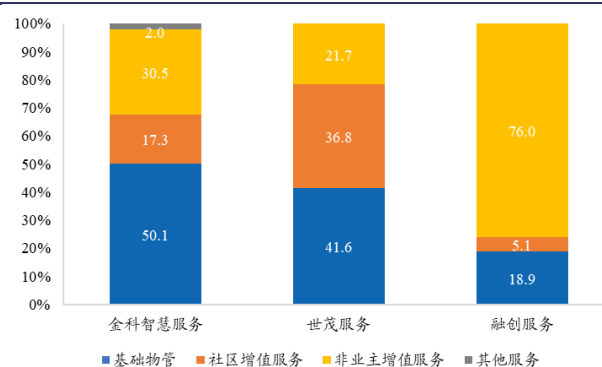
商业运营业务提高盈利能力：待上市物管公司业务结构更加多元，金科智慧服务、世茂服务和融创服务仍以传统物业管理业务为主；卓越商企是大湾区领先的商业物业管理公司；华润万象生活和合景悠活将商业运营服务和住宅物业管理结合在一起；星盛商业则是纯轻资产模式商业运营公司。在毛利润端，由于商业运营业务盈利能力较强，星盛商业、合景悠活毛利率高于其他物管公司。华润万象生活在 2020H1 注入商业运营业务后，毛利率同比增加 6.1pps。

图37、待上市公司收入结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

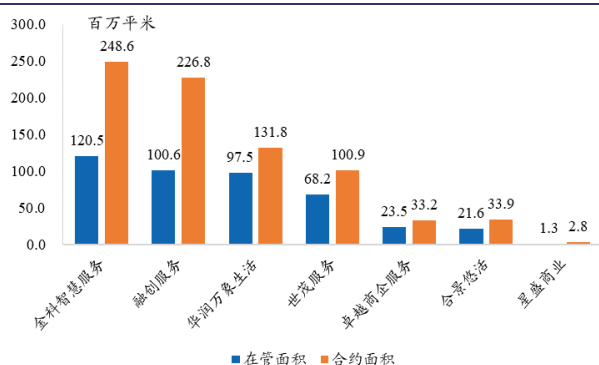
图38、待上市毛利润结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

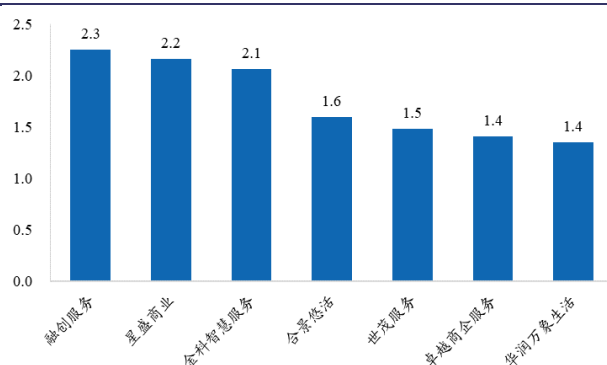
待上市公司项目储备充足：待上市公司中有 2 家“亿方俱乐部”成员，分别是金科智慧服务和融创服务；华润万象生活和世茂服务在管规模在 5000 万方以上，属于行业第二梯队。待上市 7 家公司平均合约在管比达 1.8 倍，项目储备充足。合约在管比排名前三的公司是融创服务、星盛商业和金科智慧服务，合约在管比分别为 2.3、2.2 和 2.1。

图39、待上市公司在管面积和合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

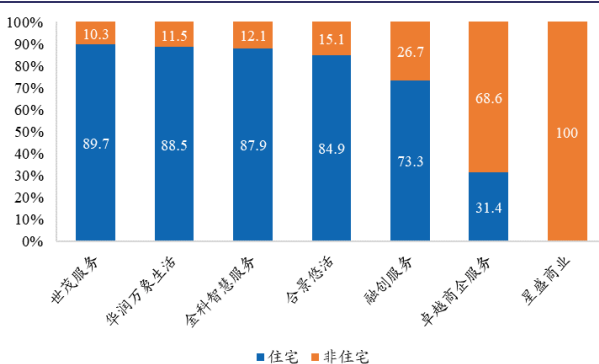
图40、待上市合约在管比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

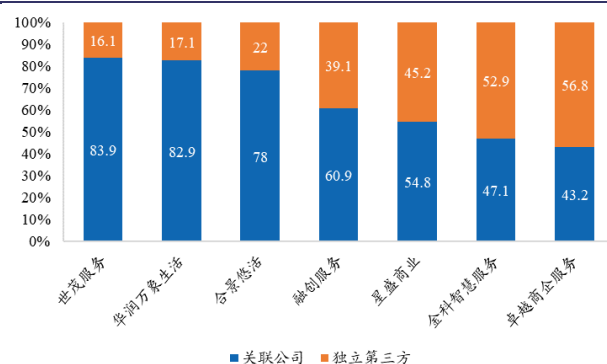
背靠关联方，住宅业态为主：从在管业态看，除以商业物业管理为主的卓越商企服务和纯商业运营的星盛商业外，其余5家待上市公司都以住宅物业为主。从项目来源看，卓越商企、金科智慧服务和星盛商业有较强外拓能力，来自第三方的在管面积分别占比56.8%、52.9%及45.2%。世茂服务、华润万象生活和合景悠活对关联方依赖程度较高，来自关联方的在管面积占比分别为83.9%、82.9%及78%。

图41、待上市公司在管面积业态分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、待上市公司在管面积来源



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、行业估值

物业管理行业的行业属性，即存量+增量的发展模式、无重大资本开支、净现金的财务状况、稳定的派息分红，决定了行业的估值下限。

而物管公司的管理服务水平，物业的质量以及业绩增长的潜力和确定性决定了估值的上限。我们选取了 15 家上市物管公司作为分析对象，截止目前港股物管板块平均估值对应 2019-2021 年 43.4/31.9/22.3XPE。

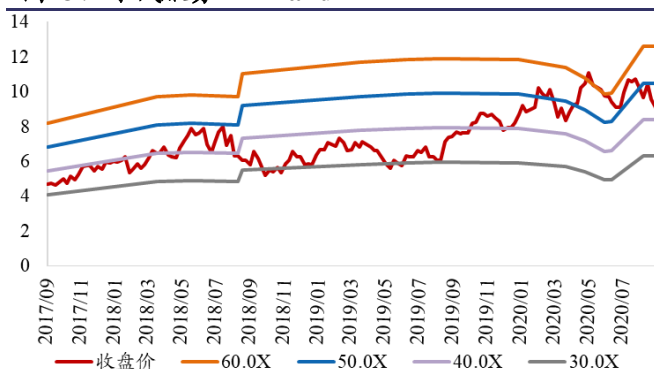
表6、物管板块估值表（截至 20200911）

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS			PE			PB	息率 (%)	ROE (%)
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E			
1755.HK	新城悦服务	22.25	182	0.34	0.52	0.82	58.9	38.5	24.4	17.0	0.9	31.9
1778.HK	彩生活	3.74	54	0.36	0.42	0.47	9.2	8.0	7.2	1.2	2.7	14.2
1995.HK	永升生活服务	15.70	262	0.15	0.24	0.39	94.2	58.9	36.2	9.0	0.3	21.9
2168.HK	佳兆业美好	26.00	40	1.18	1.54	2.07	19.8	15.2	11.3	3.2	2.0	28.0
2606.HK	蓝光嘉宝	45.20	81	3.10	3.33	4.42	13.1	12.2	9.2	3.2	2.3	32.6
2669.HK	中海物业*	6.66	219	0.16	0.21	0.28	41.6	31.7	23.8	13.1	0.8	40.8
2869.HK	绿城服务	9.09	292	0.19	0.22	0.27	43.1	37.2	30.3	4.0	0.8	18.8
3316.HK	滨江服务	17.40	48	0.49	0.58	0.76	32.2	27.0	20.6	5.8	1.8	25.4
3319.HK	雅生活服务	35.95	479	0.97	1.40	1.75	33.4	23.1	18.5	6.9	1.4	21.2
3662.HK	奥园健康	6.46	47	0.28	0.36	0.51	20.5	16.2	11.5	4.8	1.5	33.5
6049.HK	保利物业	65.45	362	1.22	1.36	1.88	48.4	43.5	31.3	3.4	0.5	17.2
6098.HK	碧桂园服务	51.55	1422	0.63	0.88	1.26	74.0	52.5	36.9	20.2	0.3	43.8
9909.HK	宝龙商业	26.20	163	0.44	0.46	0.67	53.6	50.9	35.1	2.8	0.8	19.7
9928.HK	时代邻里	9.75	96	0.13	0.25	0.44	66.5	35.8	19.9	4.4	0.4	19.3
9983.HK	建业新生活	9.12	114	0.20	0.30	0.43	42.1	27.6	18.9	4.1	-	96.3
	平均						43.4	31.9	22.3	6.9	1.3	27.4

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理
*中海物业为港币报表

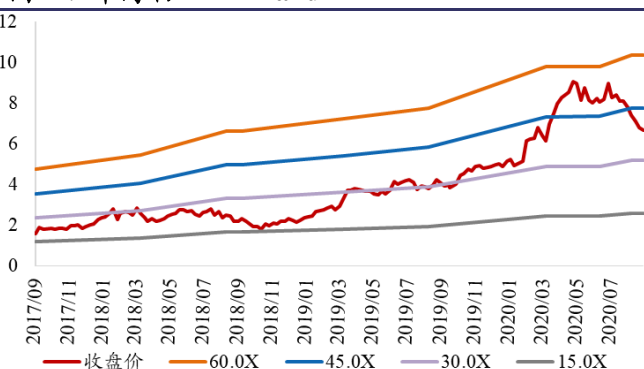
从物管龙头公司的静态 PE-Band 可以看出各家股价目前运行在估值的高位。绿城服务的静态估值区间在 30-60XPE，中海物业的静态估值区间在 15-55 之间。

图43、绿城服务 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

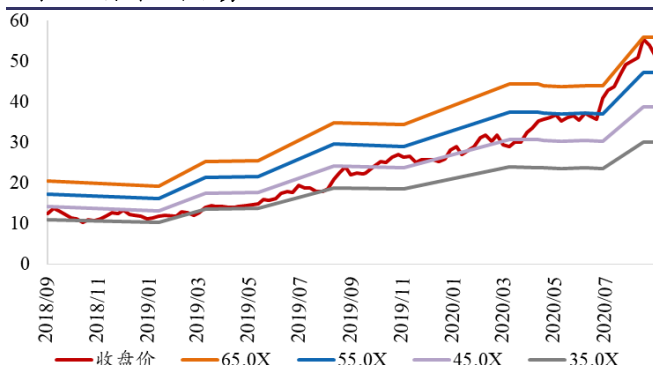
图44、中海物业 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

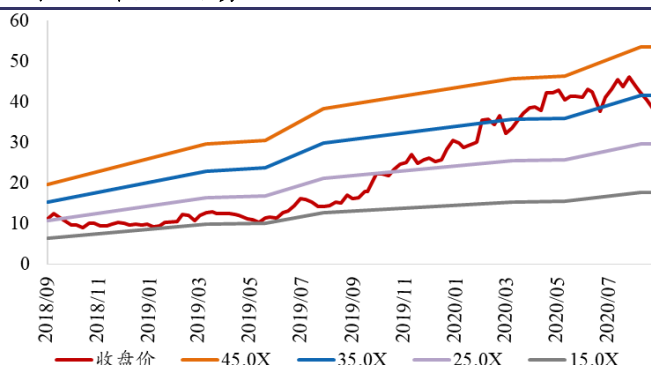
碧桂园服务的静态估值区间在 35-65XPE，雅生活服务的静态估值区间在 15-40 之间。

图45、碧桂园服务 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

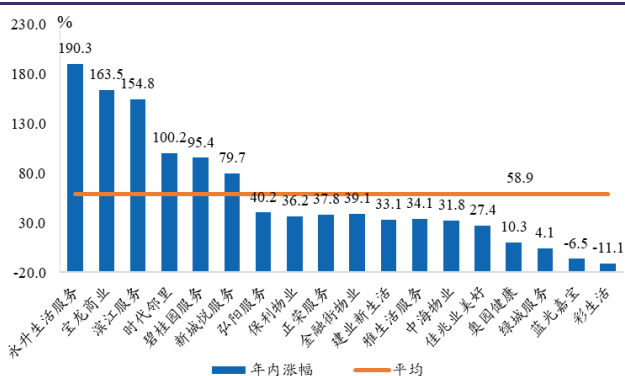
图46、雅生活服务 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

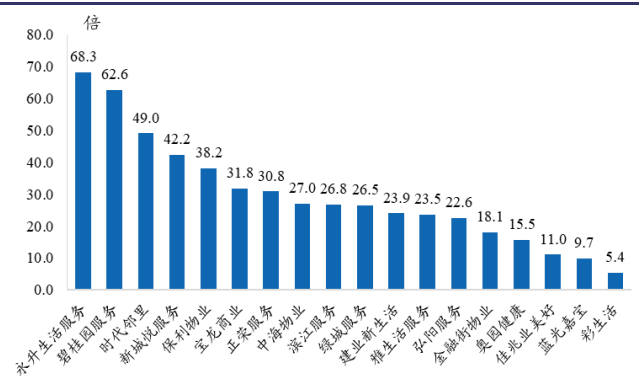
由于各物管公司都处于净现金状况，为了剔除现金对估值的影响，我们采用 EV-EBITDA 来比较各公司的估值状况（市值截止日 20200911）。2020 年物管公司 YTD 平均涨幅达到 58.9%（YTD 股价截止日 20200911）。永升生活服务、宝龙商业和滨江服务分别涨幅达到 190.3%、163.5%和 154.8%。

图47、主要物管公司 2020 年 YTD 股价表现



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、主要物管公司 EV/EBITDA



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

内地资金通过深港通增持物管公司对估值有抬升作用，目前共有 10 家公司是深港通标的，其中永升生活服务、宝龙商业、时代邻里和建业新生活于 2020 年 9 月 7 日进入。港股持股占总股本的比例平均为 7.73%，占自由流通股本的比例平均为 14.93%。

表7、港股通持股情况（截至 20200911）

代码	公司	港股通	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)	占流通股比例 (%)
1778.HK	彩生活	深港通	6,763	4.65	17.1
2669.HK	中海物业	沪、深港通	37,524	11.42	29.41
2869.HK	绿城服务	沪、深港通	36,270	11.27	30.79
3319.HK	雅生活服务	深港通	800	0.60	2.4
6098.HK	碧桂园服务	沪、深港通	22,420	8.13	17.8
6049.HK	保利物业	深港通	5,631	36.73	36.73
1995.HK	永升生活服务	深港通	3,266	1.96	6.81
9909.HK	宝龙商业	深港通	489	0.79	2.85
9928.HK	时代邻里	深港通	1,237	1.26	2.75
9983.HK	建业新生活	深港通	633	0.51	2.67
	平均			7.73	14.93

资料来源：香港联交所，兴业证券经济与金融研究院整理

推荐公司：物业管理行业受益于 4 大规模红利，板块正处于从 1 到 N 的快速拓展期，而增值服务正经历从 0 到 1 的拓荒期。物管公司经营稳健，现金流健康，不受行业周期性波动影响。行业首选永升生活服务、中海物业、碧桂园服务、绿城服务，推荐关注新城悦服务、雅生活服务、保利物业、宝龙商业。

3、风险提示

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

分析师声明

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

投资评级说明

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

信息披露

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

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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

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

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

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

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

特别声明

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