

物业管理综述：长坡依旧，返璞归真

华泰研究

2023 年 4 月 17 日 | 中国内地

专题研究

22 年物管板块整体表现不佳，但仍应以成长股视角审视头部公司

受地产下行和疫情等外部环境的干扰，以及高速扩张导致自身脆弱性增加的综合影响，物管行业 2022 年报表现不佳：规模扩张速度放缓、市场化拓展竞争加剧，盈利能力恶化、归母净利润首次同比下滑，应收账款和商誉减值开始蚕食利润表。由于成长信心出现动摇，物管板块在资本市场也遭遇全面而深度的调整。但我们认为还是应该对物管商业模式的去伪存真和头部公司的发展报以信心，仍应以成长股的视角审视关联房企经营稳健、独立经营能力突出、22 年综合表现具备韧性的头部物管公司。重点推荐中海物业、保利物业、华润万象生活、招商积余、万物云、滨江服务、新大正。

规模拓展：扩张放缓，市拓重要性上升但竞争明显加剧

2022 年 20 家样本物管公司在管面积同比增速放缓至 19%（21 年+52%），主要因为收并购减少、地产交付放缓、市拓竞争加剧、疫情影响进场节奏和退盘数量增加，合管比同比-6pct 至 144%。14 家样本公司市拓、收并购、关联房企贡献的新增合约面积占比 59%、26%、14%，市拓重新成为规模扩张的最主要渠道，但供需格局恶化下竞争趋于激烈。第三方和非住宅在管面积占比继续小幅提升。随着物管公司全国化布局逐步完善，大中型物管公司开始转向城市深耕，管理密度连续两年同比提升，继续提升空间仍然较大。

财报表现：成长惯性被打破，应收和商誉减值侵蚀利润

2022 年 22 家样本物管公司营收同比+23%，归母净利润同比-51%，增速均明显放缓，尤其归母净利润首次出现同比下滑。总结来看，一方面是地产下行和疫情等外部环境的干扰，另一方面也是由于近年来过度追求规模扩张所导致的自身脆弱性增加。样本物管公司三大业务毛利率均出现同比下滑，其中基础物管毛利率受到收并购摊销的拖累。应收账款受关联房企现金流压力和 Q4 小业主收缴难度提升的影响，周转天数显著放缓，叠加历史收并购标的表现不及预期，应收账款和商誉减值开始蚕食利润表。但央企国企 ROE 表现具有韧性，样本公司中仅 6 家实现 ROE 同比提升，均为央企国企。

多元服务：短期逆风不改长期成长趋势

2022 年 22 家样本物管公司基础物管营收占比+6pct 至 64%，主要因为地产下行和疫情扰动下，非业主增值服务和社区增值服务受到较大冲击，基础物管发挥了中流砥柱的作用。城市服务营收保持较高增长，资源绑定程度差异导致经营成果分化。外部环境构成商管业务试金石，消费 REITs 利好优质商业运营商。社区增值服务 ARPU 同比-3%，首次出现同比下滑，部分对于社区增值服务有着较多战略思考和实践探索的头部物管公司 ARPU 保持韧性。

战略展望：板块信心待修复，头部公司仍具成长属性

2022 年物业管理板块出现全面而深度的调整，即便是大型央企国企，也普遍出现了 30%左右的估值调整。我们认为板块调整的核心原因是成长信心的动摇，但从商业模式、行业空间和竞争格局的角度来看，还是应该对于物管商业模式的去伪存真和头部公司的发展报以信心，仍应以成长股的视角审视关联房企经营稳健、独立经营能力突出、22 年综合表现具备韧性的头部物管公司。考虑到头部公司 2023 年 20-30%的业绩增长指引，以 PEG 的思路进行估值，我们认为十四五期间头部物管公司相对合适的 PE 估值中枢或在 20-25 倍左右。

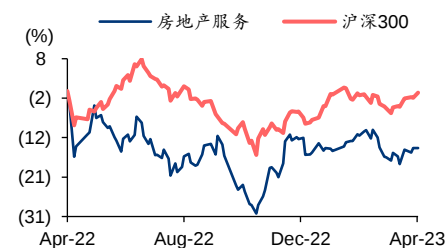
风险提示：关联房企经营风险，规模扩张不及预期，盈利能力下行，收并购整合风险，资产减值风险。

房地产服务

增持（维持）

研究员	陈慎
SAC No. S0570519010002	chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834	+(86) 21 2897 2228
研究员	刘璐
SAC No. S0570519070001	liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825	+(86) 21 2897 2218
研究员	林正衡
SAC No. S0570520090003	linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046	+(86) 21 2897 2087
联系人	陈颖
SAC No. S0570122050022	chenying019881@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

行业走势图



资料来源：，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
中海物业	2669 HK	13.00	买入
保利物业	6049 HK	71.92	买入
华润万象生活	1209 HK	47.47	买入
招商积余	001914 CH	18.98	买入
万物云	2602 HK	51.87	买入
滨江服务	3316 HK	38.38	买入
新大正	002968 CH	27.30	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

研究方法：按营收分组拆解各梯队物管公司 2022 年报表现	3
规模拓展：扩张放缓，市拓重要性上升但竞争明显加剧	4
在管规模：多重因素导致在管面积增速放缓	4
储备资源：合约面积同样降速，合管比继续回落	5
增长动力：市拓重回主要地位，市场竞争加剧	6
业态结构：第三方和非住宅在管面积占比小幅提升	7
管理密度：多数物管公司管理密度继续提升	8
财报表现：成长惯性被打破，应收和商誉减值侵蚀利润	10
业绩增速：外部压力+高速扩张后遗症导致归母净利润首次下滑	10
盈利能力：从分化走向全面下滑，央企 ROE 逆势提升	11
资产负债表的隐患：应收账款和商誉减值开始蚕食利润表	14
多元服务：短期逆风不改长期成长趋势	16
收入结构：基础物管成为中流砥柱，新兴业务表现分化	16
城市服务：营收保持较高增长，资源绑定程度差异导致经营成果分化	16
商管业务：外部环境构成“试金石”，消费 REITs 利好优质商业运营商	16
社区服务：ARPU 受到外部环境拖累，头部公司具备韧性	18
战略展望：板块信心待修复，头部公司仍具成长属性	20
成长信心动摇导致板块调整	20
继续看好核心业务商业模式和发展前景，头部公司仍具成长属性	21
投资建议	23
风险提示	24

研究方法：按营收分组拆解各梯队物管公司 2022 年报表表现

截至 2023 年 4 月 14 日，A 股和港股共有 63 家上市物管公司，总市值达到 3868 亿元（1 人民币=0.8754 港币，全文涉及汇率换算处均以此计算）。我们照例对上市物管公司 2022 年规模拓展、财报表现、多元服务、战略展望等内容进行全面梳理。

综合考虑物管公司数据披露、营收规模和市值的情况，我们选取 22 家已披露 2022 年报、2022 年营收超过 10 亿元、市值超过 20 亿元（截至 2023 年 4 月 14 日）的上市物管公司（下称“样本物管公司”）进行财报综述。22 家公司占到板块总市值的 84%，我们认为具有较强的代表性。同时，我们按照 2022 年营收进行分组：营收大于 100 亿元的 8 家为“大型物管公司”，30-100 亿元的 7 家为“中型物管公司”，10-30 亿元的 7 家为“小型物管公司”。由于上市物管公司历史数据披露范围通常从 2018 年开始，我们将本次综述的时间范围定为 2018-2022 年，尽可能在时间维度确保统计口径的连贯性。由于不同物管公司披露口径不尽相同，各个图表覆盖的样本公司数量有所差异，请留意图表附注。

图表1：本次业绩综述样本公司名单和分类标准

分类	分类标准	具体公司和代码
大型物管公司 8 家	2022 年营收	碧桂园服务 (6098 HK)、万物云 (2602 HK)、Y 公司、绿城服务 (2869 HK)、保利物业 (6049 HK)、华润万象生活 (1209 HK)、中海物业 (2669 HK)、招商积余 (001914 CH)
	大于 100 亿元	
中型物管公司 7 家	2022 年营收	世茂服务 (0873 HK)、融创服务 (1516 HK)、新城悦服务 (1755 HK)、金科服务 (9666 HK)、合景悠活 (3913 HK)、卓越商企服务 (6989 HK)、建业新生活 (9983 HK)
	30-100 亿元	
小型物管公司 7 家	2022 年营收	宝龙商业 (9909 HK)、新大正 (002968 CH)、越秀服务 (6626 HK)、建发物业 (2156 HK)、金茂服务 (0816 HK)、滨江服务 (3316 HK)、中骏商管 (0606 HK)
	10-30 亿元	

资料来源：公司公告，华泰研究

规模拓展：扩张放缓，市拓重要性上升但竞争明显加剧

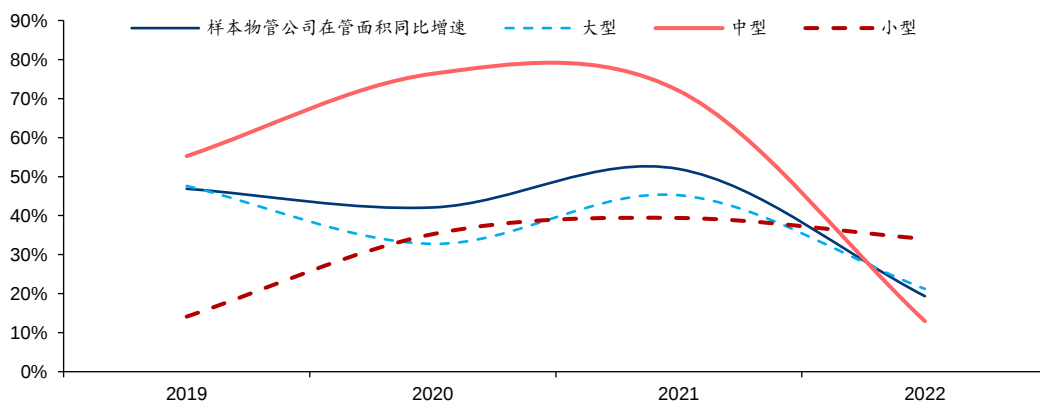
在管规模：多重因素导致在管面积增速放缓

2022 年样本物管公司在管面积达到 49.34 亿平，同比增长 19%，增速较 2021 年-33pct。其中，大型、中型、小型物管公司在管面积分别同比增长 21%、13%、34%，较 2021 年-24%、-59%、-5pct。

2022 年披露了在管面积的 20 家样本公司均取得同比增长，大型、中型、小型物管公司在管面积门槛分别为 2.90、1.57、0.26 亿平（中型物管公司卓越商企服务在管面积只有 0.54 亿平，但因业态特殊，主要为物业费较高的商务物业，此处不纳入在管面积门槛的分析）。碧桂园服务在管面积达到 8.7 亿平，万物云虽未披露在管面积，但以基础物管营收推算，其在管面积或与碧桂园服务不相上下，两家公司管理规模相较同行遥遥领先。华润万象生活在管面积同比增长 87%，增速最快，主要源自禹洲、中南两单收并购。但也有 4 家样本公司在管面积增速滑落至个位数。

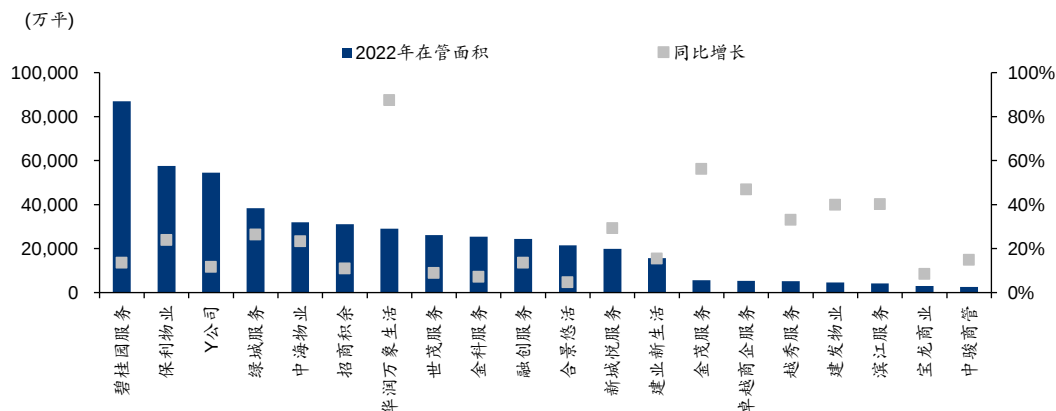
2022 年样本物管公司在管面积扩张速度明显放缓，主要因为：1、收并购减少；2、地产下行导致部分住宅项目交付节奏放缓；3、受地产下行和经济环境的共同影响，市场化拓展空间有所收窄，而物管公司在收并购和关联房企销售承压后普遍加强了市拓力度，供需结构恶化导致市拓竞争加剧；4、疫情对市场化拓展和项目进场节奏产生干扰；5、部分物管公司开始优化高增长时期获取的低盈利项目，退盘数量明显增加。在我们的分类标准下，中型物管公司全部都是民营房企的关联公司，受地产下行的影响最大，在管面积降速最明显；而小型物管公司由于在管面积基数低、合约面积/在管面积的比例更高，在管面积降速最小，还是保持了较高的扩张速度。

图表2：样本物管公司在管面积同比增速



注：包括 20 家 2018-2022 年披露该数据的样本公司，整体法计算
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：样本物管公司在管面积排行榜



注：包括 20 家披露该数据的样本公司

资料来源：公司公告，华泰研究

储备资源：合约面积同样降速，合管比继续回落

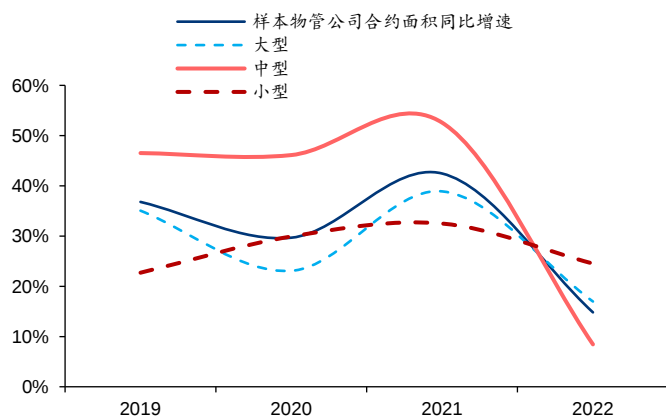
2022 年样本物管公司合约面积达到 67.87 亿平，同比增长 15%，增速较 2021 年-27pct。其中，大型、中型、小型物管公司合约面积分别同比增长 17%、8%、25%，较 2021 年-22%、-45%、-7pct。样本物管公司合管比（合约面积/在管面积）为 144%，同比-6pct。其中，大型、中型、小型物管公司合管比分别为 142%、147%、160%，同比-5%、-6%、-15pct。

2022 年披露了合约面积的 19 家样本公司均实现同比增长。大型、中型、小型物管公司门槛分别为 3.49、2.72、0.46 亿平（同样不考虑卓越商企服务）。碧桂园服务合约面积达到 16.02 亿平，遥遥领先于其他公司。与在管面积的情况类似，华润万象生活合约面积同比增长 78%，增速最快，但也有 4 家样本公司增速滑落至个位数。

2022 年同时披露了合约面积和在管面积数据的 18 家样本公司中，只有世茂服务合管比实现同比增长。绿城服务、建发物业合管比达到 199%、196%，排名前二，两家公司储备面积与在管面积基本相当。

与在管面积类似，物管公司合约面积增速也出现明显回落，且依然低于在管面积增速，导致合管比继续下行。小型物管公司由于在管面积基数较低，储备资源相对更加充足。

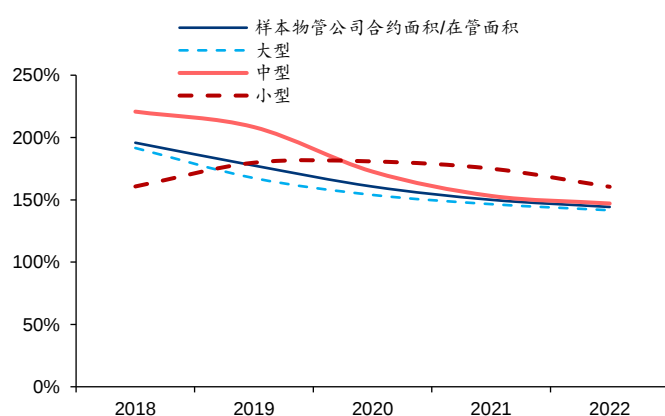
图表4：样本物管公司合约面积同比增速



注：包括 19 家 2018-2022 年披露该数据的样本公司，整体法计算

资料来源：公司公告，华泰研究

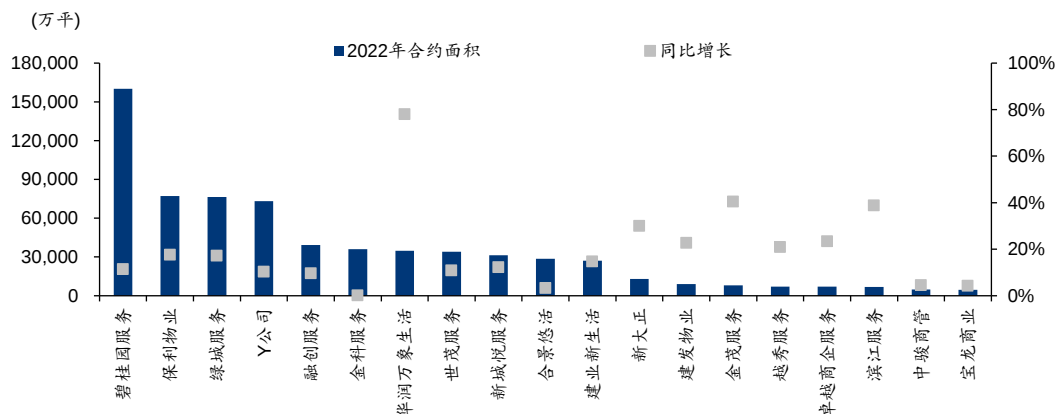
图表5：样本物管公司合约面积/在管面积



注：包括 18 家 2018-2022 年同时披露在管面积和合约面积数据的样本公司，整体法计算

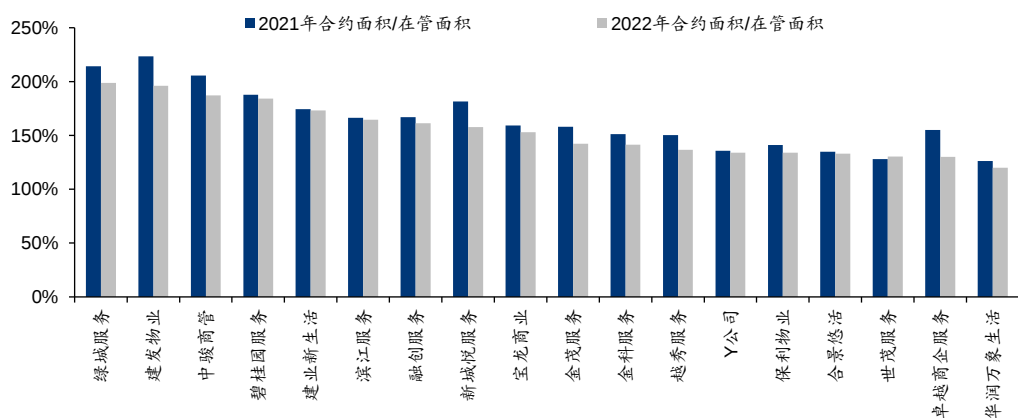
资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：样本物管公司合约面积排行榜



注：包括 19 家披露该数据的样本公司
资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：样本物管公司合约面积/在管面积排行榜



注：包括 18 家披露该数据的样本公司
资料来源：公司公告，华泰研究

增长动力：市拓重回主要地位，市场竞争加剧

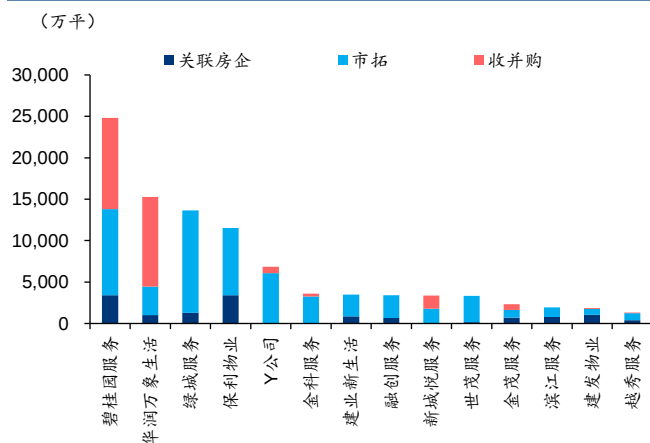
我们统计了 14 家 2022 年按照三大渠道拆分了新增合约面积数据的公司，整体法下市场化拓展、收并购、承接关联房企分别占 59.3%、26.3%、14.3%，而 22H1 三者分别占 53.4%、34.4%、12.2%，2021 年三者分别占 44.7%、36.9%、18.4%（详见《央企的逆袭》，2022 年 9 月 12 日；以及《枕戈待旦，格局重塑》，2022 年 4 月 25 日）。

华润万象生活通过收并购贡献了主要的新增合约面积，占比达到 71%；新城悦服务、碧桂园服务则是收并购和市拓并重，两者收并购占比分别为 48%、44%，市拓占比分别为 51%、42%。仅建发物业承接关联房企项目占新增合约面积的比例超过 50%，一方面因为其市拓能力仍在培养过程中，另一方面则是由于关联房企销售增速较快。其余公司均以市场化拓展为最主要的扩张渠道，其中世茂服务、绿城服务、Y 公司、金科服务、融创服务市拓占比超过 90%。

从市场化拓展绝对规模来看，绿城服务（12339 万平）、碧桂园服务（10400 万平）、中海物业（8259 万平）、保利物业（8109 万平）排名靠前。从收并购绝对规模来看，碧桂园服务（11000 万平）、华润万象生活（10831 万平）遥遥领先于其它物管公司，两者的收并购面积占到 14 家样本公司 86%。从关联房企支持规模来看，保利物业（3429 万平）、碧桂园服务（3400 万平）明显领先于其它物管公司。

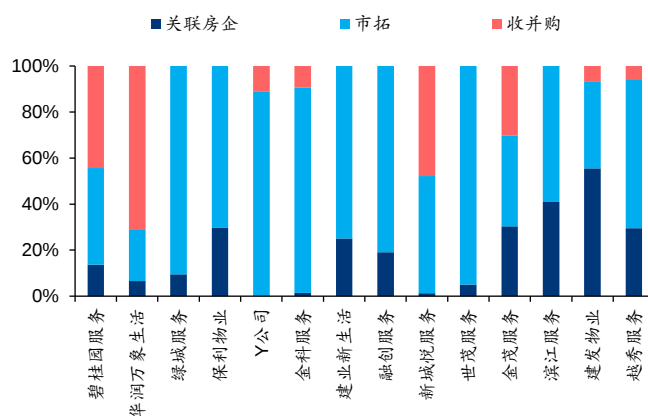
2022 年市场化拓展重新成为物管公司规模扩张的最主要渠道，招投标市场竞争激烈，既有物管公司出于长远独立发展考虑的主动求变，也有收并购和关联房企支持减弱的被动影响。2021 年如火如荼的收并购市场快速冷却，从收购方的角度：1、物管二级市场估值出现大幅调整，导致收购方可以接受的标的估值水位下降，募集资金进行收并购的难度加大；2、地产下行放大了部分标的项目交付、应收账款回收和与地产相关增值服务的不确定性，使得收购方在标的选择和收购条款博弈方面更为审慎；3、历史收购引发的无形资产摊销、商誉减值风险逐步暴露。从被收购方的角度：1、部分标的关联房企经营状况恶化，即便出售物管公司也难以解决流动性问题，出售的紧迫性下降；2、被收购方适应新的估值水平和收购条款需要一定的时间。关联房企对于物管公司规模扩张的贡献度同样出现下滑，主要因为房地产下行导致关联房企销售规模收缩。

图表8：2022 年样本物管公司新增合约面积来源拆分



注：部分公司数据通过推算得出，可能略有偏差
资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：2022 年样本物管公司新增合约面积来源拆分（百分比）



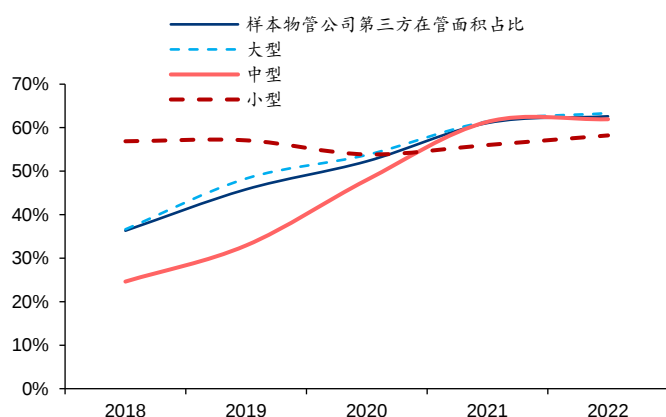
注：部分公司数据通过推算得出，可能略有偏差
资料来源：公司公告，华泰研究

业态结构：第三方和非住宅在管面积占比小幅提升

2022 年样本物管公司第三方在管面积占比为 63%，较 2021 年+2pct。其中，大型、中型、小型物管公司第三方在管面积占比分别为 63%、62%、58%，较 2021 年+2、+1、+2pct。样本物管公司第三方在管面积继续提升，但速度有所放缓，主要因为收并购力度降低，市拓在第三方在管面积的扩张速度上不及收并购。

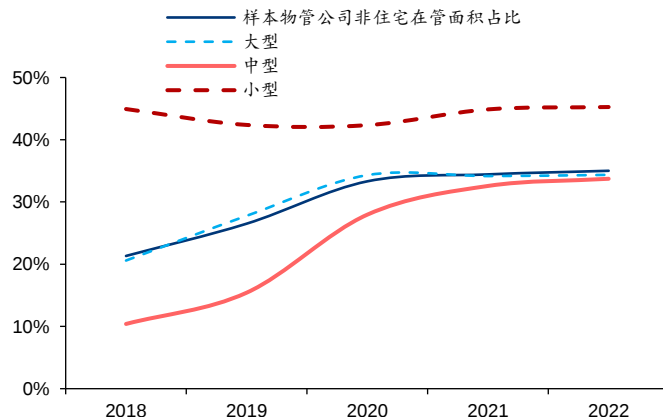
2022 年样本物管公司非住宅在管面积占比为 35%，较 2021 年+1pct。其中，大型、中型、小型物管公司非住宅在管面积占比分别为 34%、34%、45%，较 2021 年+0.2、+1.1、+0.4pct。样本物管公司非住宅在管面积占比稳中有升，在新房拓展受房地产下行拖累的背景下，多元业态的发展思路仍是行业共识。

图表10: 样本物管公司第三方在管面积占比



注: 包括 20 家 2018-2022 年披露该数据的样本公司, 整体法计算
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表11: 样本物管公司非住宅在管面积占比



注: 包括 21 家 2018-2022 年披露该数据的样本公司, 整体法计算
资料来源: 公司公告, 华泰研究

管理密度: 多数物管公司管理密度继续提升

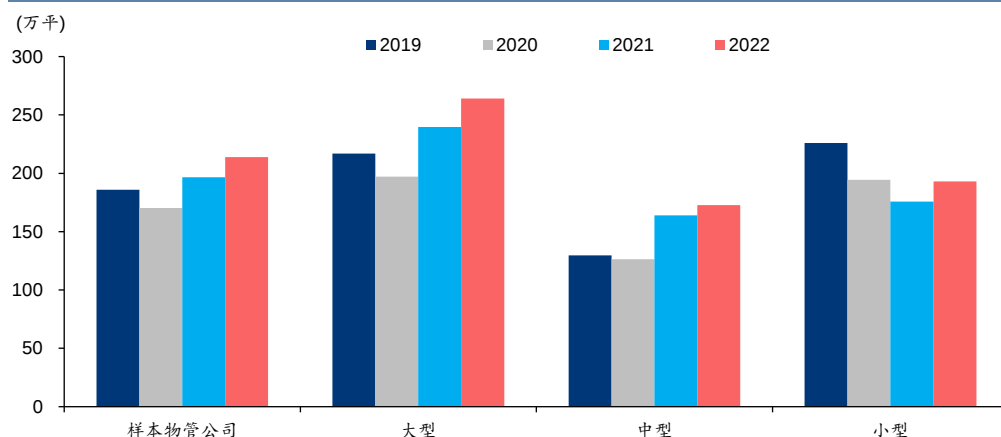
2022 年样本物管公司单城市管理面积为 214 万平, 同比+9%, 增速较 2021 年-7pct。其中, 大型、中型、小型物管公司单城市管理面积分别为 264、173、193 万平, 同比+10%、+5%、+10%, 增速较 2021 年-11、-25、+20pct。

2022 年披露了在管城市数量的 6 家样本公司, 单城市在管面积均实现同比上升。其中, 招商积余、Y 公司单城市在管面积均为 245 万平, 并列第一; 建发物业单城市在管面积同比增长 30%至 165 万平, 增速最快。2022 披露了合约城市数量的 12 家样本公司中, 8 家单城市合约面积同比上升, 4 家同比下降。其中, 碧桂园服务单城市合约面积为 400 万平, 排名第一; 卓越商企服务单城市合约面积同比+38%至 101 万平, 增速最快。

随着全国化布局的逐步完善, 大中型物管公司开始转向城市深耕, 单城市管理面积连续两年实现同比提升。其中, 大型物管公司在管理密度方面显著领先于中小型物管公司。通过提升管理密度实现劳动力的区域调配、物资集采, 同时挖掘社区增值服务的更多可能, 已经成为物管公司在不损害服务质量的条件下开源节流的行之有效的手段。

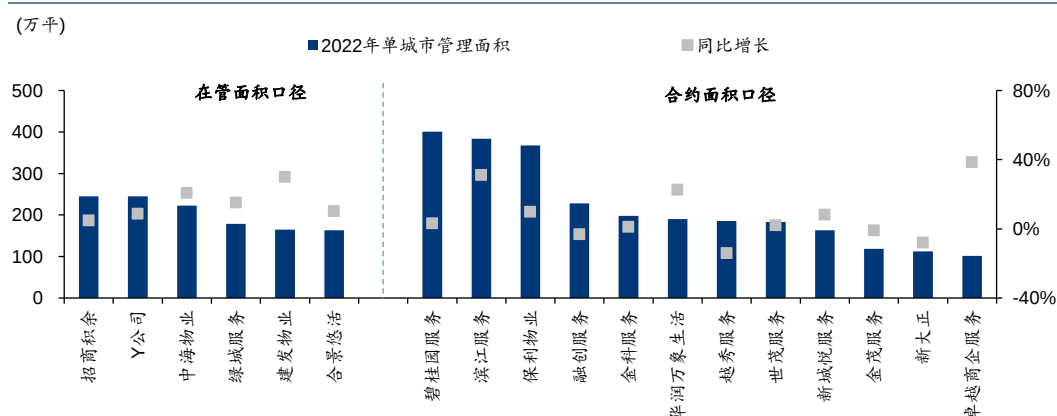
万物云是在管理密度方面相对激进的公司, 其提出“蝶城”战略, 在 100 个经济活跃城市中选择了 3402 个重点街道, 在 3 公里半径范围内密集获取项目, 为街道内所有空间提供“远程+混合”的高效率服务。截至 2022 年末, 万物云已经建立 584 个蝶城, 完成对 38 个蝶城的改造, 提升基础物管毛利率超过 4pct, 以装修服务为代表的社区增值服务在试点蝶城取得了高速增长。此外, 根据各公司年报, 2022 年招商积余在深圳、绿城服务在杭州的在管面积分别达到 7479、6453 万平, 建业新生活河南省的单城市在管面积为 772 万平, 物管公司单城市在管面积的提升空间仍然较大。

图表12：样本物管公司单城市管理面积（万平）



注：包括 18 家 2019-2022 年同时披露在管/合约面积和在管/合约城市数量的公司，算术平均法计算
资料来源：公司公告，华泰研究

图表13：物管公司单城市管理面积排行榜



注：包括 18 家同时披露在管/合约面积和在管/合约城市数量的公司的样本公司
资料来源：公司公告，华泰研究

财报表现：成长惯性被打破，应收和商誉减值侵蚀利润

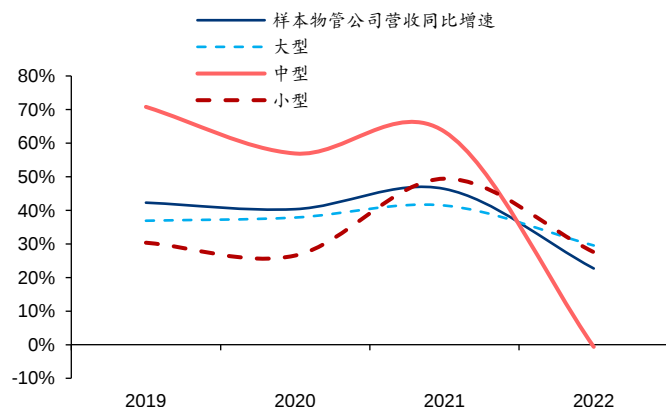
业绩增速：外部压力+高速扩张后遗症导致归母净利润首次下滑

2022 年样本物管公司实现营收 2039 亿元，同比增长 23%，增速较 2021 年-23pct。其中，大型、中型、小型物管公司分别同比+30%、-1%、+28%，增速较 2021 年-11、-64、-21pct。样本物管公司实现归母净利润 92 亿元，同比下滑 51%，增速较 2021 年-98pct，首次出现年度同比下滑。其中，大型、中型、小型物管公司分别同比-15%、-132%、+18%，较 2021 年-55、-200、-41pct。

22 家样本公司中，18 家营收同比增长，4 家同比下滑；10 家归母净利润同比增长，12 家同比下滑。碧桂园服务、万物云实现营收 414、301 亿元，遥遥领先于其他公司；华润万象生活实现归母净利润 22 亿元，超越碧桂园服务成为归母净利润最高的物管公司。建发物业营收、归母净利润同比增长 61%、89%，在样本物管公司中增速最快。

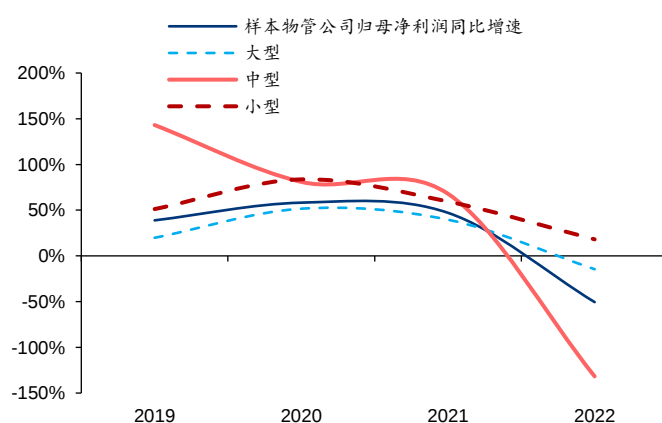
2022 年物管公司营收和归母净利润增速均明显放缓，尤其是归母净利润首次出现同比下滑。总结来看，一方面是地产下行和疫情等外部环境的干扰，另一方面也是由于近年来过度追求规模扩张所导致的自身脆弱性增加。具体来看，业绩下滑的原因包括：1、关联房企交付规模收缩、收并购减少、市拓竞争加剧、退盘项目增加，共同导致基础物管营收增速放缓；2、与地产销售强相关的非业主增值服务大幅收缩；3、社区增值服务的开展受到疫情干扰，且地产相关业务收缩（如经纪、美居业务）；4、各项业务毛利率同比下滑；5、受关联房企现金流压力和疫情对于收缴率的影响，应收账款坏账损失增加；6、基于上述原因，部分收并购标的业绩表现不及预期，出现商誉减值。分梯队来看，中型物管公司受关联房企影响较大，业绩失速最为明显；小型物管公司由于合管比较高、减值损失较少，业绩表现具有韧性。

图表14：样本物管公司营收同比增速



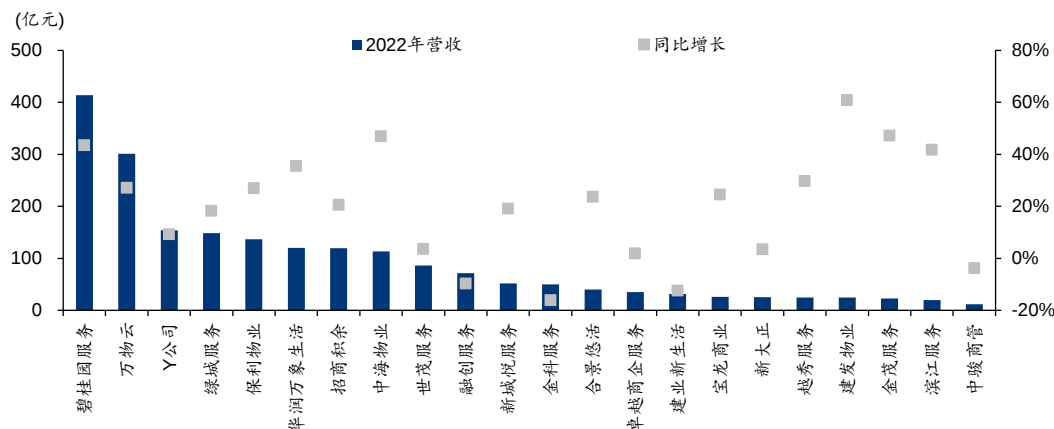
注：包括全部 22 家样本公司，整体法计算
资料来源：公司公告，华泰研究

图表15：样本物管公司归母净利润同比增速



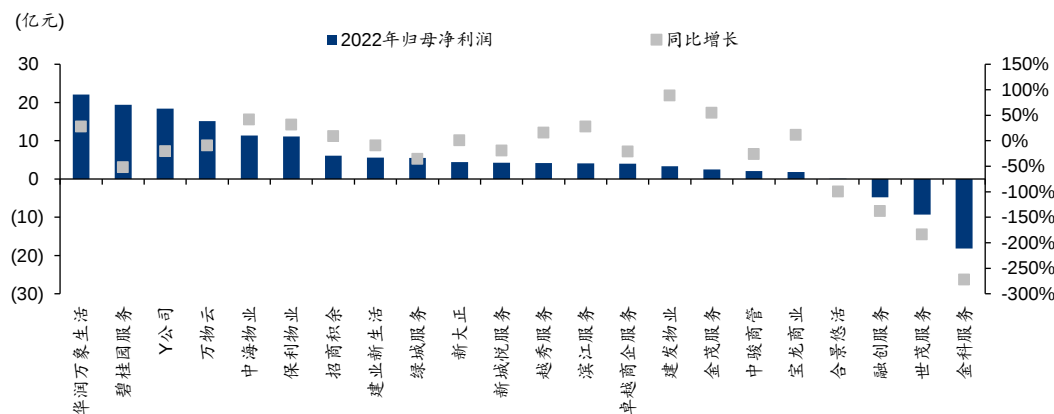
注：包括全部 22 家样本公司，整体法计算
资料来源：公司公告，华泰研究

图表16：样本物管公司营收排行榜



注：包括全部 22 家样本公司
资料来源：公司公告，华泰研究

图表17：样本物管公司归母净利润排行榜



注：包括全部 22 家样本公司
资料来源：公司公告，华泰研究

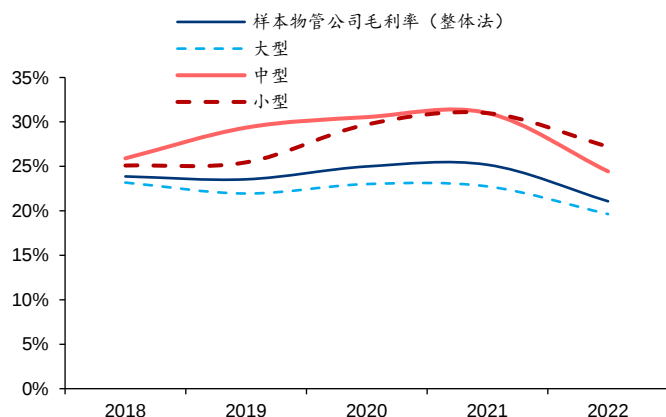
盈利能力：从分化走向全面下滑，央国企 ROE 逆势提升

2022 年样本物管公司毛利率为 21.1%，同比-4.1pct。其中，大型、中型、小型物管公司毛利率分别为 19.6%、24.4%、27.2%，同比分别-3.1、-6.6、-3.8pct。分业务来看，样本物管公司基础物管服务、社区增值服务、非业主增值服务的毛利率分别为 17.8%、32.4%、23.0%，同比分别-2.2、-7.4、-7.7pct。

22 家样本公司中，仅建发新生活、保利物业 2 家公司毛利率同比上升，改善幅度分别为 0.2、0.1pct，其余 20 家同比下降。中骏商管毛利率为 36.4%，在样本公司中排名第一，主要由于商管业务利润率相对较高，同时其物管分部毛利率也较平均水平更高。

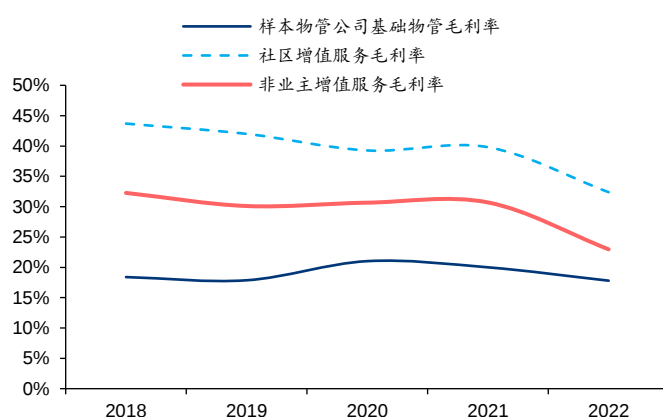
物管公司毛利率从 2021 年的分化加剧，进一步恶化为 2022 年的全面下行，三大业务毛利率均出现同比下滑。其中，基础物管毛利率下滑除了因为提升品质、疫情防控导致成本增加等业务方面的原因之外，还因为历史收并购造成无形资产摊销增加。以碧桂园服务和万物云为例，2022 年基础物管毛利率分别为 25.5%、10.7%，剔除无形资产摊销后的毛利率分别为 31.2%、12.9%，差额达到 5.7、2.2pct。社区增值服务、非业主增值服务毛利率下滑则主要受营收规模收缩的影响。

图表18：样本物管公司毛利率



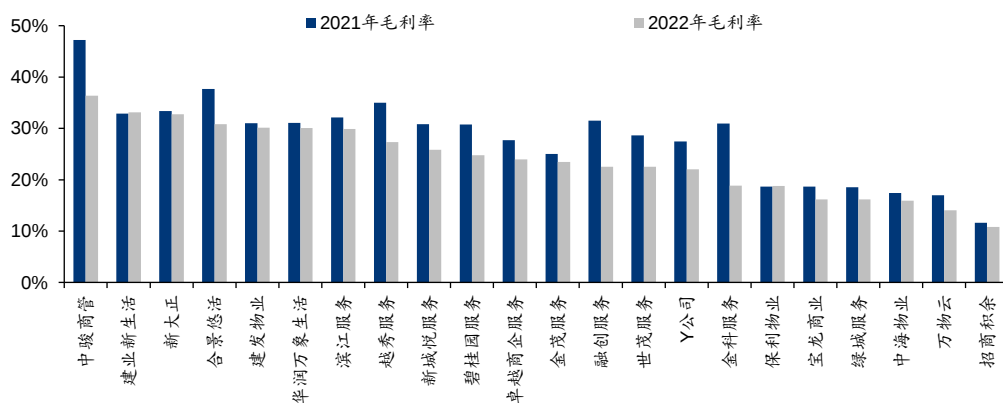
注：包括全部 22 家样本公司
资料来源：公司公告，华泰研究

图表19：样本物管公司分业务毛利率



注：基础物管、社区增值服务、非业主增值服务毛利率分别包括 22、17、17 家 2018-2022 年披露该数据的样本公司，算数平均法计算
资料来源：公司公告，华泰研究

图表20：样本物管公司毛利率排行榜



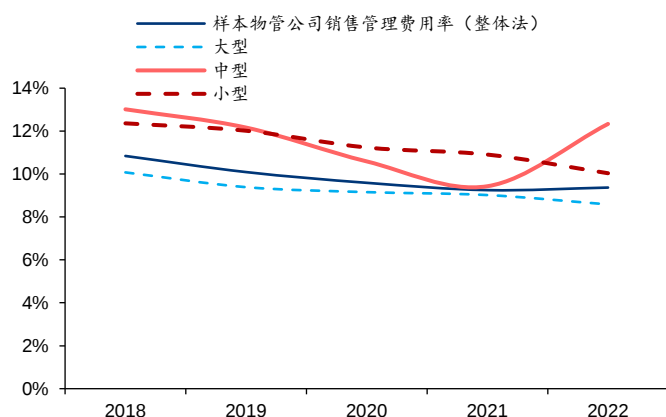
注：包括全部 22 家样本公司
资料来源：公司公告，华泰研究

2022 年样本物管公司销售管理费用率为 9.4%，同比+0.1pct。其中，大型、中型、小型物管公司销售管理费用率分别为 8.6%、12.3%、10.0%，同比分别-0.4、+2.9、-0.9pct。样本物管公司归母净利率为 4.5%，同比-6.7pct。其中，大型、中型、小型物管公司归母净利率分别为 7.2%、-5.0%、14.5%，同比分别-3.7、-20.7、-1.2pct。样本物管公司加权平均 ROE 为 6.2%，同比-9.0pct。其中，大型、中型、小型物管公司加权平均 ROE 分别为 10.7%、-5.3%、18.4%，同比-5.3、-21.7、-4.8pct。

22 家样本公司中，4 家公司归母净利率同比上升，18 家同比下降。滨江服务归母净利率为 20.8%，排名第一；建发物业归母净利率同比+2.0pct 至 13.8%，改善幅度最大。6 家公司 ROE 同比上升，16 家同比下降。中海物业 ROE 为 35.3%，排名第一；华润万象生活 ROE 同比+3.0pct 至 15.4%，改善幅度最大。

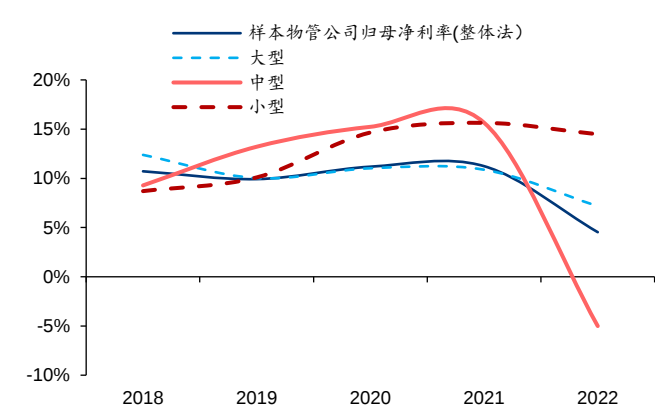
样本物管公司销售管理费用率略有上升，但主要是受部分中型公司营收下滑导致费用率被动提升的影响。15 家大型和小型样本公司中，有 11 家实现了销售管理费用率的改善，组织层面的降本增效仍在延续。但整体来看，销售管理费用率的改善还是难以抵抗毛利率下行和减值对于归母净利率和 ROE 的冲击，最终只有 6 家公司实现了 ROE 的逆势提升，均为央国企。

图表21: 样本物管公司销售管理费用率



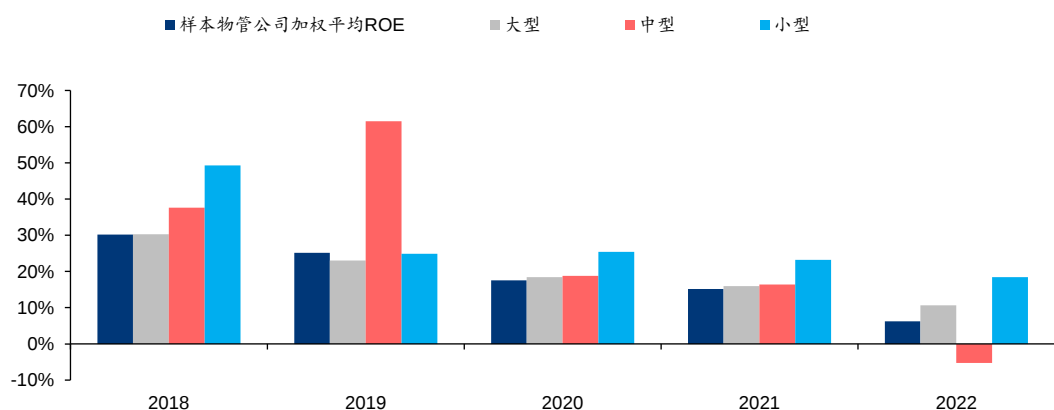
注: 包括全部 22 家样本公司, 整体法计算
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表22: 样本物管公司归母净利润率



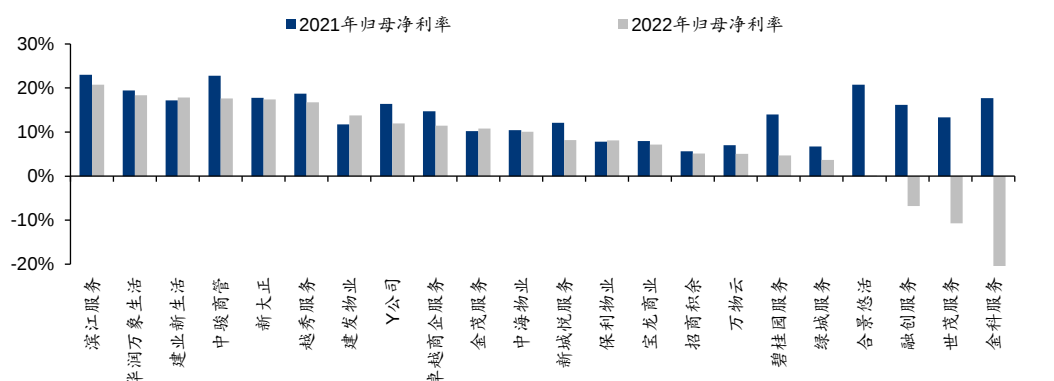
注: 包括全部 22 家样本公司, 整体法计算, 招商积余只包括物管分部数据
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表23: 样本物管公司 ROE



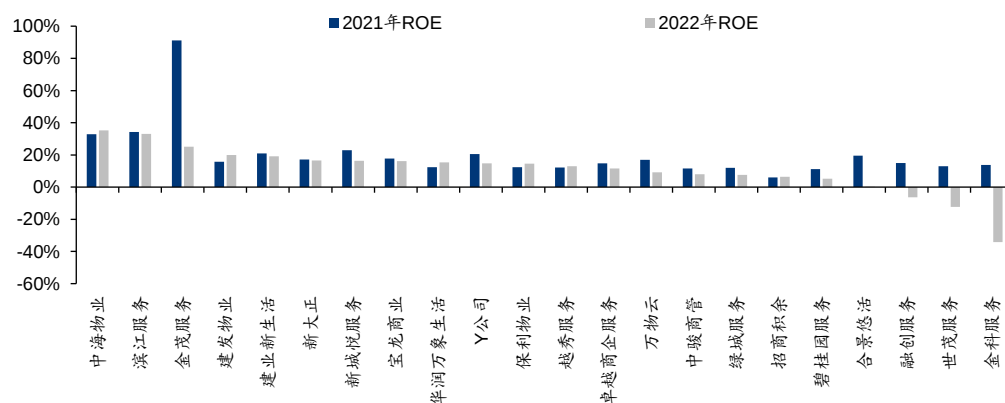
注: 包括全部 22 家样本公司, 整体法计算
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表24: 样本物管公司归母净利润率排行榜



注: 包括全部 22 家样本公司
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表25：样本物管公司 ROE 排行榜



注：包括全部 22 家样本公司

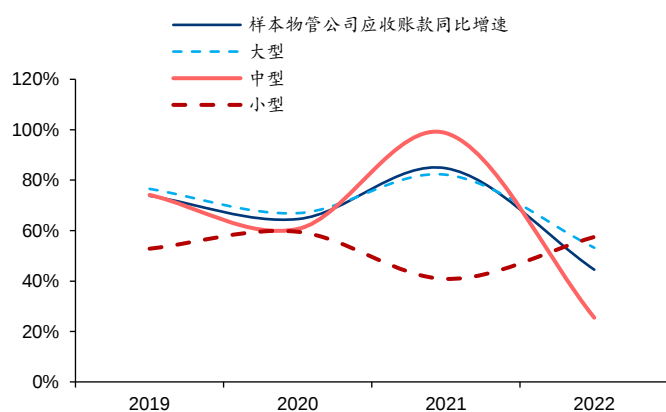
资料来源：公司公告，华泰研究

资产负债表的隐患：应收账款和商誉减值开始蚕食利润表

2022 年样本物管公司应收账款同比增长 45%，再次超越营收增速，导致应收账款周转天数同比+20 天至 89 天。其中，大型、中型、小型物管公司应收账款周转天数分别为 79、147、54 天，同比分别+16、+49、+8 天。

尽管多家物管公司在 2022 年初强调要控制应收账款的增长速度，但样本物管公司应收账款周转天数仍然显著放缓，主要因为：1、部分房企现金流压力加大，导致关联房企付款周期延长，传统关联交易之外，新交付项目未售空置房的物业费欠款问题开始浮出水面；2、Q4 通常是物业费收缴高峰期，但 22Q4 受到疫情干扰，小业主收缴率有所降低；3、收并购并表带入部分应收账款；4、城市服务业务本身存在更长的账期，财政压力导致账期进一步延长。随着应收账款规模的扩张，2022 年物管公司计提的应收账款坏账准备普遍增长，部分公司针对关联房企应收账款计提了较大规模的减值，对业绩形成较大冲击。后续仍需关注应收账款进一步减值的风险。

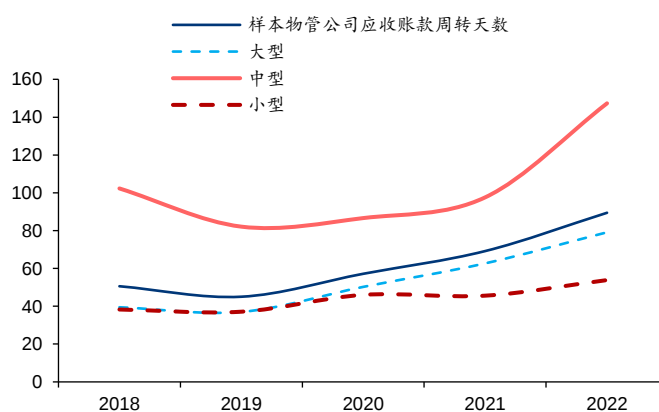
图表26：样本物管公司应收账款同比增速



注：包括全部 22 家样本公司

资料来源：公司公告，华泰研究

图表27：样本物管公司应收账款周转天数



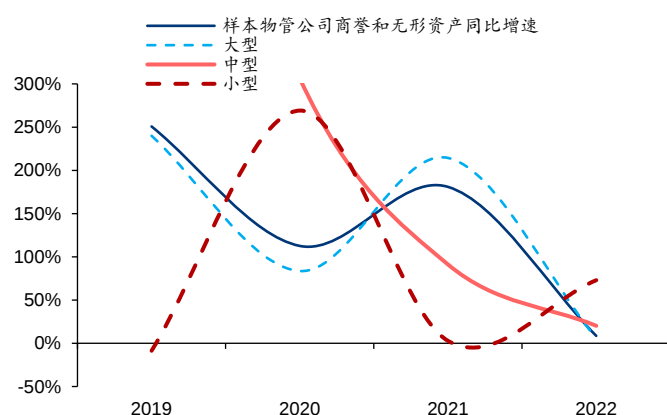
注：包括全部 22 家样本公司

资料来源：公司公告，华泰研究

2022 年样本物管公司商誉和无形资产同比增长 9%，较 2021 年-172pct。其中，大型、中型、小型物管公司商誉和无形资产同比增速分别为 6%、20%、73%，较 2021 年分别-208、-71、+70pct。样本物管公司商誉和无形资产占净资产的比例为 39%，同比+1pct。其中，其中，大型、中型、小型物管公司商誉和无形资产占净资产的比例分别为 45%、31%、7%，较 2021 年分别-3、+8、+2pct。

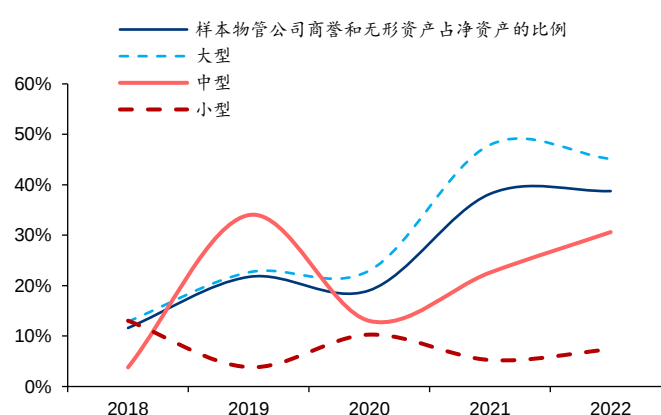
随着收并购市场的冷却，2022 年样本物管公司商誉和无形资产同比增速显著下降，但由于历史收并购较多，商誉和无形资产占净资产的比例仍然较高。随着收并购标的业绩不及预期，部分物管公司在 22H2 已经开始计提商誉减值。由于 21H2 开始收并购标的估值出现明显下滑、交易条款也更加严格，后续需更多关注 21 年之前收并购标的的商誉减值风险。

图表28：样本物管公司商誉和无形资产同比增速



注：包括全部 22 家样本公司
资料来源：公司公告，华泰研究

图表29：样本物管公司商誉和无形资产占净资产的比例



注：包括全部 22 家样本公司
资料来源：公司公告，华泰研究

多元服务：短期逆风不改长期成长趋势

收入结构：基础物管成为中流砥柱，新兴业务表现分化

2022 年样本物管公司基础物管营收占比为 64%，同比+6pct。其中，大型、中型、小型物管公司基础物管营收占比分别为 64%、68%、49%，同比+4、+15、+2pct。样本物管公司社区增值服务营收占比为 12%，同比-1pct。其中，大型、中型、小型物管公司社区增值服务营收占比分别为 11%、15%、17%，同比-1、-6、+5pct。样本物管公司非业主增值服务营收占比为 11%，同比-5pct。其中，大型、中型、小型物管公司非业主增值服务营收占比分别为 11%、10%、20%，同比-3、-10、-0.3pct。

样本物管公司基础物管营收占比出现显著回升，主要因为地产下行和疫情扰动下，非业主增值服务和社区增值服务受到较大冲击。而基础物管服务在存量项目持续经营及合约项目转化带来的增量项目支撑下，展现出更强的抗周期性，发挥了中流砥柱的作用。新兴业务方面，城市服务保持了较高增速，商管业务则出现明显分化。

城市服务：营收保持较高增长，资源绑定程度差异导致经营成果分化

2022 年共有 8 家样本物管公司单独披露了城市服务的分部数据，总体来看营收继续实现高速增长，但毛利率同比下滑，且仍然低于基础物管毛利率（17.8%）。物管行业对于城市服务的认知在逐步进化，头部企业普遍指出城市服务并不等同于环卫服务，而是应该为地方政府提供一揽子的城市治理智慧化解决方案。

资源和利益绑定程度的不同会导致城市服务的经营成果产生显著差异。根据万物云的年报，2022 年采取控股直委模式的城市服务毛利率同比-9.2pct 至 8.2%，而参股联合营模式（和地方政府绑定更深）毛利率同比+0.1pct 至 12.1%，在需求和回款稳定性方面更具优势。这也引发了行业对于城市服务未来发展的争议，部分公司认为在地方政府财政压力逐渐加大的背景下，城市服务业务的资本支出较大、应收账款回收周期被拉长，对于该业务的前景展望趋于谨慎；但也有部分央企表示盈利和回款都在合理区间之内，要积极发挥资源优势，进一步加强城市服务的布局。

图表30：样本物管公司城市服务业绩情况

物管公司	21 年营收 (亿元)	22 年营收 (亿元)	同比增长	21 年毛利率	22 年毛利率	同比增长
碧桂园服务	45.29	48.37	6.80%	17.60%	18.80%	1.2pct
保利物业	14.62	20.62	41.04%	-	-	-
世茂服务	8.55	13.81	61.55%	12.70%	13.00%	0.3pct
Y 公司	6.98	13.15	88.40%	22.10%	19.30%	-2.8pct
万物云	3.40	6.64	95.29%	17.40%	8.20%	-9.2pct
招商积余	2.29	5.48	139.06%	-	-	-
金科服务	0.68	1.39	104.73%	-	-	-
新大正	0.46	0.92	99.89%	19.84%	15.63%	-4.2pct
合计	82.28	110.39	34.17%	17.44%	17.03%	-0.4pct

注：保利物业包括部分“围墙内”的公建类业态；万物云仅包括控股直委模式的营收和毛利率

资料来源：公司公告，华泰研究

商管业务：外部环境构成“试金石”，消费 REITs 利好优质商业运营商

2022 年共有 10 家样本物管公司单独披露了商管业务的分部数据，营收增速分化显著，毛利率则普遍下滑，但依旧远高于基础物管毛利率。2022 年的外部环境对于商管业务较为不利，但也是各家公司商管能力的一块“试金石”，如果能在逆境中依然取得不俗的零售额、出租率和回报率表现，未来无论是在新项目获取，还是在品牌方合作等方面，都会具有更多优势。

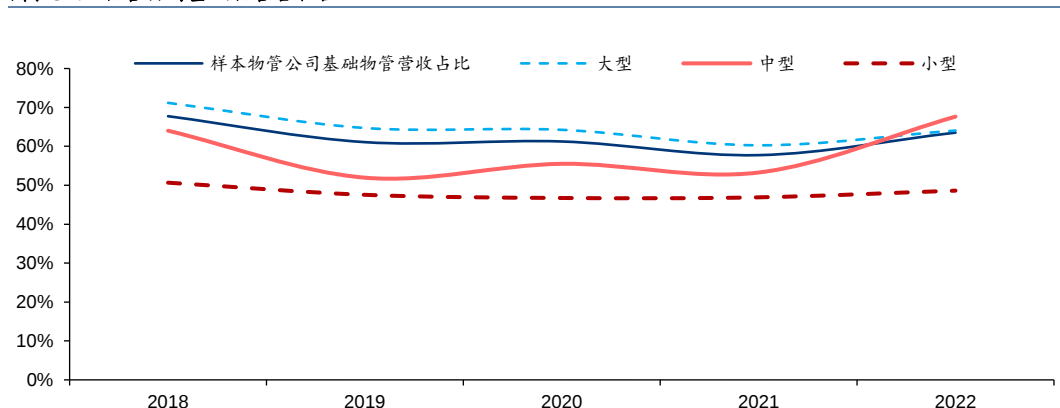
2023年3月，发改委、证监会提出将研究支持百货商场、购物中心、农贸市场、社区商业等消费基础设施发行公募REITs，亦对于优质商管公司构成利好：一方面，手握商业不动产的关联房企有望借助公募REITs盘活存量资产，提升优质商业不动产的获取和开发节奏，加速商管公司在管项目的扩张；另一方面，消费基础设施公募REITs的长远目的在于提高商业不动产的供给质量，为满足人民日益增长的美好生活需要建设更多优质的消费基础设施，在此过程中，优质商管公司提升并发挥商业不动产潜能的能力或将得到更多业主方认可，进而获得更多第三方项目的市拓空间。

图表31：样本物管公司商管业务业绩情况

物管公司	21年营收(亿元)	22年营收(亿元)	同比增长	21年毛利率	22年毛利率	同比增长
华润万象生活	35.65	42.14	18.20%	48.60%	50.70%	2.1pct
宝龙商业	20.17	20.58	2.04%	35.20%	34.50%	-0.7pct
碧桂园服务	6.54	12.85	96.48%	50.30%	35.50%	-14.8pct
合景悠活	5.23	5.48	4.78%	-	-	-
越秀服务	4.93	5.45	10.52%	35.80%	32.70%	-3.1pct
招商积余	5.56	4.65	-16.37%	56.18%	41.57%	-14.6pct
中骏商管	5.63	3.96	-29.71%	57.50%	38.90%	-18.6pct
融创服务	1.76	1.48	-15.88%	79.20%	68.90%	-10.3pct
建业新生活	1.51	0.85	-43.84%	64.50%	77.30%	12.8pct
建发物业	-	0.24	-	-	-	-
合计	86.99	97.68	12.30%	46.74%	43.45%	-3.3pct

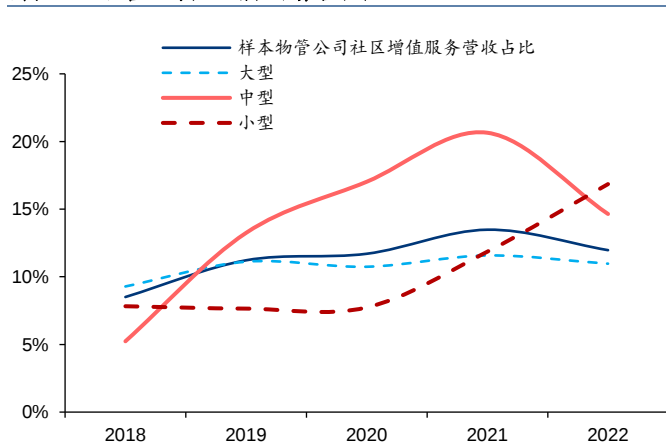
资料来源：公司公告，华泰研究

图表32：物管公司基础物管营收占比



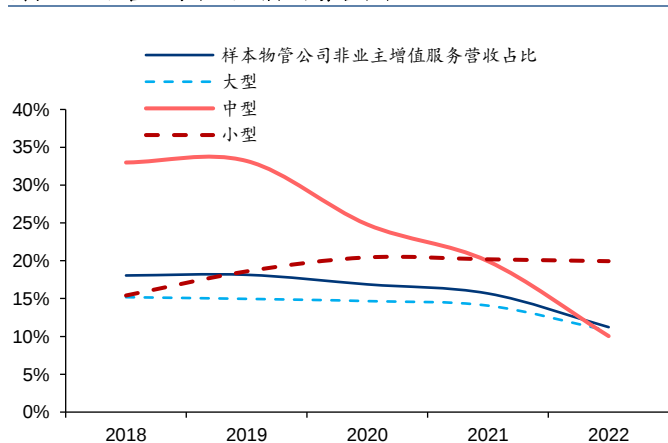
注：包括全部22家样本公司，整体法计算
资料来源：公司公告，华泰研究

图表33：物管公司社区增值服务营收占比



注：包括20家2018-2022年可以拆出社区增值服务营收数据的样本公司，整体法计算
资料来源：公司公告，华泰研究

图表34：物管公司非业主增值服务营收占比



注：包括20家2018-2022年可以拆出非业主增值服务营收数据的样本公司，整体法计算
资料来源：公司公告，华泰研究

社区服务：ARPU 受到外部环境拖累，头部公司具备韧性

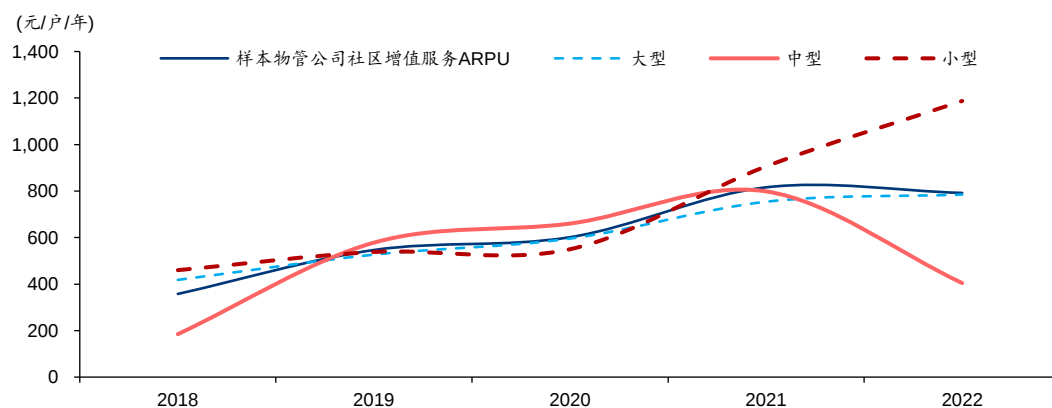
2022 年样本物管公司社区增值服务 ARPU（住宅家庭每户年均社区增值服务消费金额）为 792 元/户/年，同比-3%。其中，大型、中型、小型物管公司社区增值服务 ARPU 分别为 785、404、1187 元/户/年，同比+4%、-49%、+31%。

2022 年可以计算该数据的 19 家样本公司中，8 家公司社区增值服务 ARPU 同比上升，11 家同比下降。金茂服务社区增值服务 ARPU 同比增长 112%至 2075 元/户/年，ARPU 绝对金额和同比增速在样本公司中均排名第一。

2022 年样本物管公司社区增值服务 ARPU 首次出现同比下滑，主要因为过去几年物管公司重点发力的房地产经纪、精装加载、社区传媒、到家服务等业务，均不同程度受到地产下行和外部环境的影响：1、地产下行导致房地产经纪、美居服务受到影响；2、经济波动导致社区传媒业务收缩；3、疫情扰动给到家服务、旅游、社区空间经营服务等业务的开展造成障碍。分梯队来看，大型物管公司保持小幅增长，体现了较强的韧性；中型物管公司受波及程度最大；小型物管公司社区增值服务仍处于起步探索期，仍然保持了较快的增速。

部分对于社区增值服务有着较多战略思考和实践探索的头部物管公司，ARPU 保持韧性，如保利物业 ARPU 逆势同比+9%至 1325 元/户/年，绿城服务 ARPU 虽然同比-8%，但还是保持在 1109 元/户/年的高水位。头部物管公司在积极探索社区零售+前置仓、存量房局部装修、更多近场便民服务的可能。考虑到政策对于物业服务+生活服务的支持、我国经济增长的韧性、中长期消费升级的趋势、物管公司近场服务优势并未发生根本变化，我们依然坚定看好外部环境改善后社区增值服务回归增长轨道，同时关注团餐、社区养老、社区托幼等新兴业务的发展趋势。

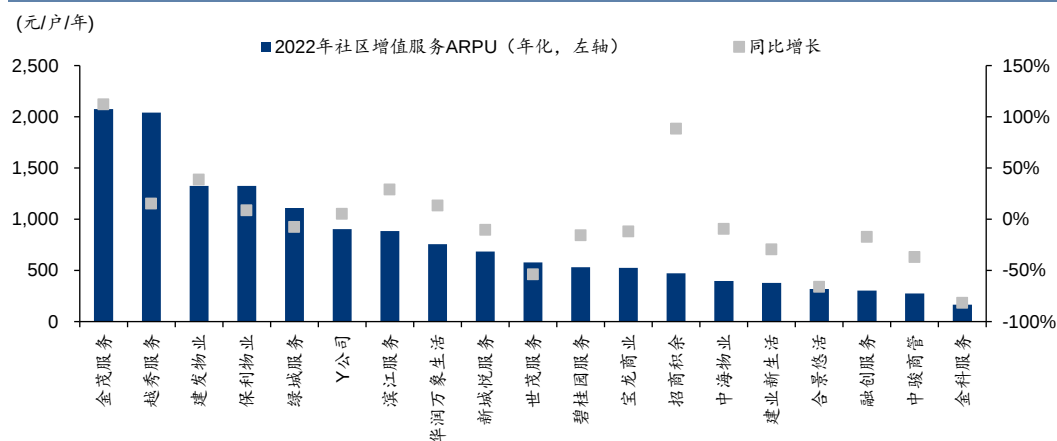
图表35：样本物管公司社区增值服务 ARPU



注：社区增值服务 ARPU=社区增值服务营收/（当期平均住宅在管面积/100），即假设每户住宅平均面积 100 平方米；包括 19 家 2018-2022 年披露社区增值服务营收和住宅在管面积数据的公司，算术平均法计算

资料来源：公司公告，华泰研究

图表36：样本物管公司社区增值服务 ARPU 排行榜



注：社区增值服务 ARPU=社区增值服务营收/（当期平均住宅在管面积/100），即假设每户住宅平均面积 100 平方米；包括 19 家同时披露社区增值服务营收和住宅在管面积数据的公司

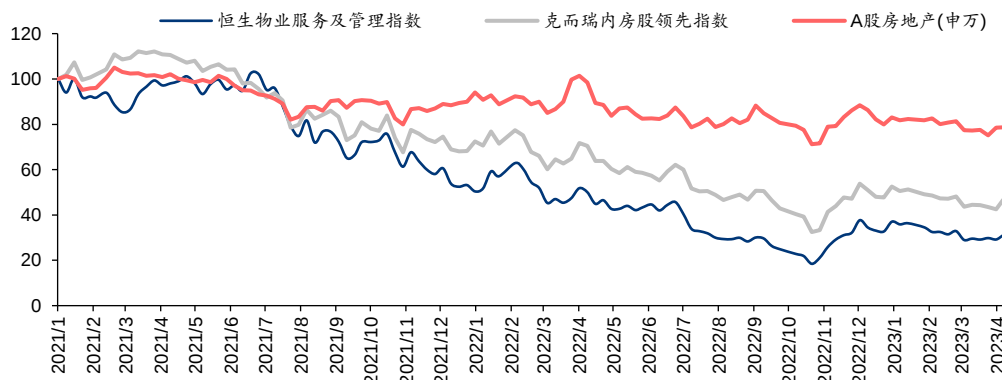
资料来源：公司公告，华泰研究

战略展望：板块信心待修复，头部公司仍具成长属性

成长信心动摇导致板块调整

2022 年物业管理板块出现大幅调整，走势与地产开发板块（尤其是港股内房股板块）高度趋同，且 β 强于开发板块。恒生物业服务及管理指数最低点出现在 10 月末，较年初跌去了 65%，同期克而瑞内房股指数下跌 52%；11 月后随着地产“三支箭”放松、疫情防控优化而出现强劲反弹，至 2023 年 4 月 14 日累计反弹 67%，同期内房股指数反弹 39%。

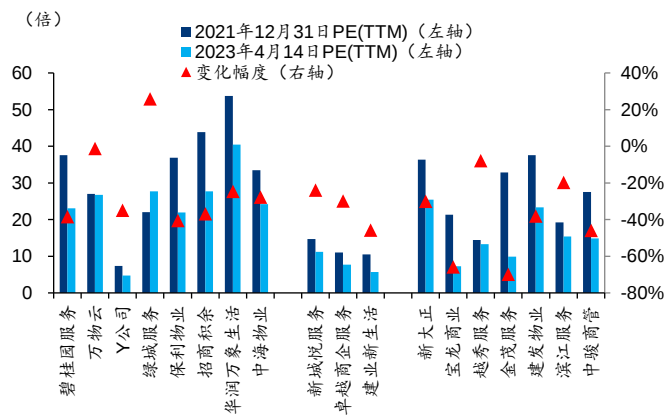
图表37： 物业管理和房地产指数（2021 年 1 月=100）



资料来源： ， 华泰研究

从估值来看，板块的调整是全面而深度的，即便是大型央企国企，也出现了 30%左右的估值调整。样本物管公司 PE(TTM)较 2021 年末下滑 32%，大型公司调整幅度小于中小型企业，央企国企调整幅度小于民企，但也分别有 25%、31%的下滑。

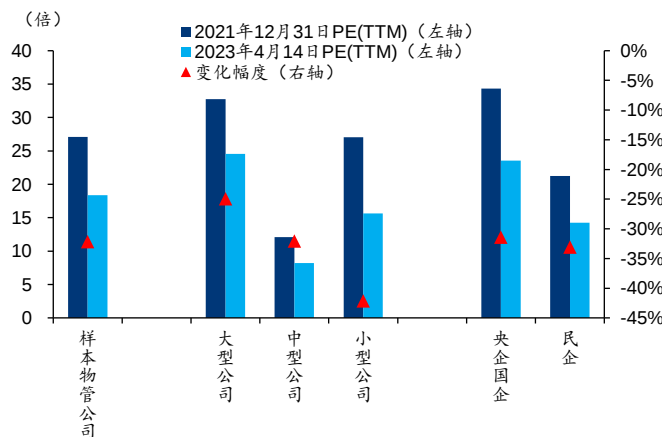
图表38： 样本物管公司 PE(TTM)变化



注：剔除 PE(TTM)为负值或异常大的公司，2022 年上市的万物云、金茂服务比较基准为上市日 PE(TTM)

资料来源： ， 华泰研究

图表39： 样本物管公司 PE(TTM)变化（分类比较）



注：剔除 PE(TTM)为负值或异常大的公司，2022 年上市的万物云、金茂服务比较基准为上市日 PE(TTM)

资料来源： ， 华泰研究

我们认为板块调整的核心原因是成长信心的动摇。2018-21H1，物管板块备受资本市场的青睐，核心逻辑是物管公司普遍保持了较高的增长指引和兑现度，这又是基于关联房企支持带来的较高合管比和非业主增值服务，市拓和社区增值服务从 0 到 1 的快速发展，以及收并购带来的跨越式成长。然而自 21H2 以来，关联房企支持减弱甚至反而形成拖累，同时物业公司独立性也遭到质疑，市拓和社区增值服务在具备一定规模后步入发展瓶颈，收并购偃旗息鼓，使得大量物管公司首次未能兑现增长指引，甚至因为减值出现亏损，对于未来增长也无法像过去那样给出较为激进的指引，这些都动摇了资本市场对于物管板块成长性的信心。对于部分公司而言，未来经营表现仍有待观察，报表减值压力也未充分释放，或许需要至少 1-2 年的财报期验证，才能重塑资本市场对于公司新的增长中枢和业绩兑现度的信心。

图表40：部分样本物管公司业绩指引

样本物管公司	业绩指引
碧桂园服务	23 年核心归母净利润增速不低于 10%
绿城服务	23 年营收、归母净利润增长 20-25%
保利物业	23 年营收、归母净利润增长 20%左右
招商积余	23 年营收增长 20%
华润万象生活	维持十四五目标，对应 22-25 年归母净利润复合增速 26%
中海物业	维持十四五目标，22-25 年营收、归母净利润复合增速 30%
世茂服务	22-25 年营收复合增速 10-15%
融创服务	22-25 年营收和归母净利润复合增速 10-15%
金科服务	23 年营收增长 15%
卓越商企服务	22-24 年归母净利润复合增速不低于 35%
建业新生活	22-25 年收入复合增速 20-30%
新大正	维持五五战略目标
越秀服务	24 年在管面积达到 1 亿平
建发物业	23 年营收增长 20-40%
金茂服务	23 年归母净利润增长 25-30%
滨江服务	23 年营收、归母净利润增速不低于 30%

资料来源：公司公告，华泰研究

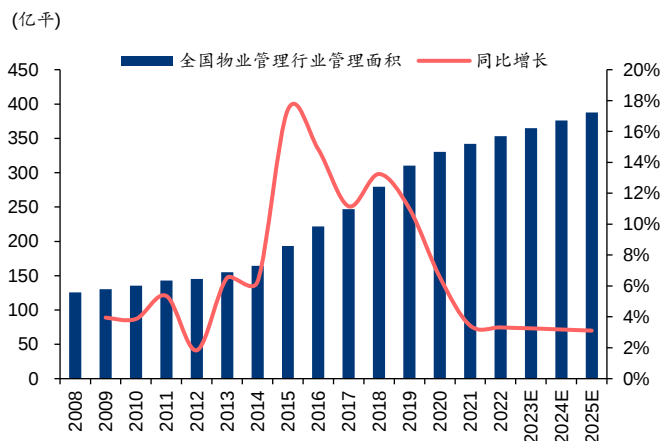
继续看好核心业务商业模式和发展前景，头部公司仍具成长属性

但我们认为还是应该对于物管商业模式的去伪存真和头部公司的发展报以信心。

从商业模式的角度来看，基础物管轻资产、现金牛、弱周期的业务属性并未发生变化，在此基础上发挥物管公司近场服务的优势，叠加社区增值服务的模式也已被头部公司跑通，这些核心业务在外部环境的挑战下仍然具有韧性。从剔除收并购摊销、应收账款和商誉减值等影响的核心归母净利润来看，即便是关联房企出现信用风险的融创服务，在 2022 年也能够实现 46% 的同比增长，规模体量远大于其他物管公司的碧桂园服务和万物云也分别能有 9% 和 8% 的增长，如果再剔除非业主增值服务的影响，核心业务增速将会更高。我们认为 2022 年的调整将大幅加速行业去伪存真的进程，促使头部公司以更快的速度降低对于关联房企的依赖度，提高经营独立性、聚焦可持续且有现金流的核心业务，未来财报的质量有望大幅提升。

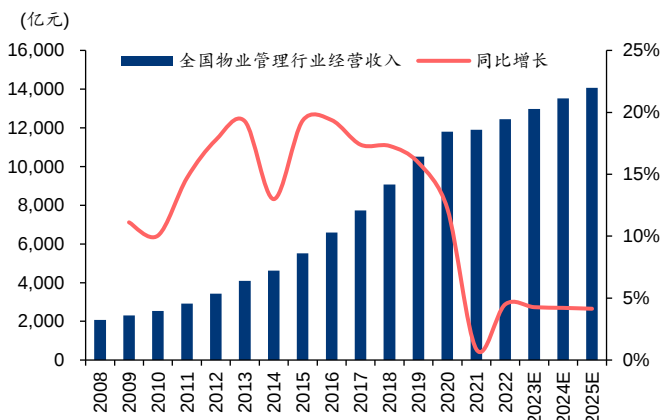
从行业空间的角度来看，物管行业规模有望继续保持稳健增长，基本盘稳固的同时，值得探索的新兴领域仍然较多。基础物管方面，我国城镇化率仍有提升空间，新房销售规模仍有望维持较大体量，尤其考虑到新房市场央国企份额的提升，对于央国企物管公司而言更是难得的拓展机遇；而在增量住宅之外，随着房地产行业从增量时代进入存量时代，存量住宅、非住宅、城市服务、商管业态均还有大量拓展空间。增值服务方面，社区增值服务本身仍有诸多值得探索的新兴领域（如养老、托幼），成熟业务在渗透率和竞争力的提升上也还有空间；而在社区增值服务之外，对于设施管理服务（即企业端非主业外包）的探索正方兴未艾。根据物协和易居的数据，2022 年我国物管规模达到 353 亿平，行业经营收入达到 1.24 万亿元，未来三年有望继续保持 3% 和 4% 的复合增速。

图表41：全国物业管理行业管理面积和同比增速



资料来源：中国物业管理协会，上海易居房地产研究院，华泰研究

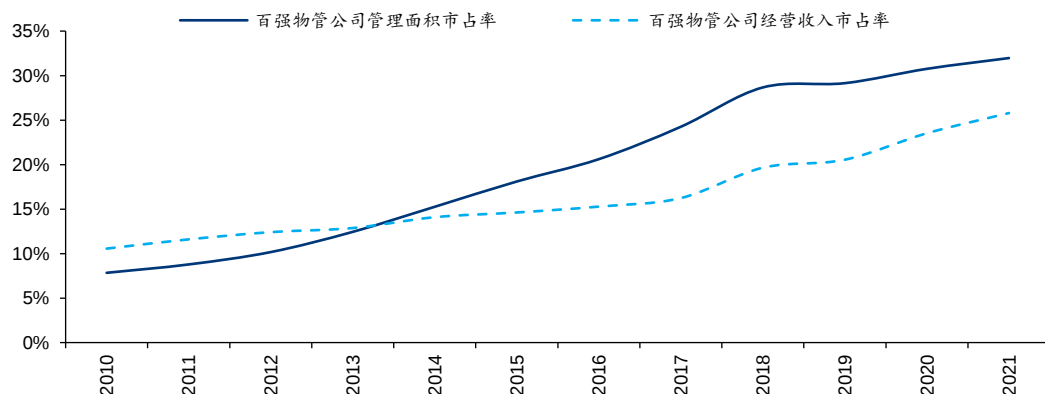
图表42：全国物业管理行业经营收入和同比增速



资料来源：中国物业管理协会，上海易居房地产研究院，华泰研究

从竞争格局的角度来看，广阔空间之下是集中度仍然分散的市场，头部公司具有较大的市场份额整合空间。根据中国物业管理协会和上海易居的数据，百强物管公司在管面积/营收市占率从2010年的7.84%/10.56%持续提升至2021年的31.97%/25.79%。结合我们的统计，2022年样本物管公司在管面积/营收市占率分别为12.72%/14.49%。市场上仍有大量区域型甚至个体户式的小微公司，它们在规模效应、科技和社区增值服务能力等方面与头部公司存在较大差距，等待头部公司整合的空间仍然较大。

图表43：百强物管公司管理面积和经营收入市占率



资料来源：中国物业管理协会，上海易居房地产研究院，华泰研究

综上，我们认为仍应以成长股的视角审视关联房企经营稳健、独立经营能力突出的头部物管公司，它们即便在外部环境逆风的2022年，也普遍在公司治理、规模扩张、业绩表现、多元业务发展等方面交出了充满韧性的答卷。结合中海物业、华润万象生活、保利物业、招商积余等头部央企物管公司给出的2023年20-30%的业绩增长指引，以PEG的思路进行估值，我们认为十四五期间头部物管公司相对合适的PE估值中枢或在20-25倍左右。

投资建议

受地产下行和疫情等外部环境的干扰，以及高速扩张导致自身脆弱性增加的综合影响，物管行业 2022 年报表现不佳：规模扩张速度放缓、市场化拓展竞争加剧，盈利能力恶化、归母净利润首次同比下滑，应收账款和商誉减值开始蚕食利润表。由于成长信心出现动摇，物管板块在资本市场也遭遇全面而深度的调整。

但我们认为还是应该对物管商业模式的去伪存真和头部公司的发展报以信心，仍应以成长股的视角审视关联房企经营稳健、独立经营能力突出、22 年综合表现具备韧性的头部物管公司。从商业模式的角度来看，基础物管和社区增值服务等核心业务在外部环境的挑战下仍然具有韧性，22 年的调整将大幅加速行业去伪存真的进程；从行业发展的角度来看，物管行业规模有望继续保持稳健增长，基本盘稳固的同时，值得探索的新兴领域仍然较多；从竞争格局的角度来看，广阔空间之下是集中度仍然分散的市场，头部公司具有较大的市场份额整合空间。我们重点推荐业绩增长目标与估值相对匹配的头部央企物管公司中海物业、保利物业、华润万象生活、招商积余，以及民营（或混合所有制）物管公司中成长性较好的万物云、滨江服务、新大正。

图表44：重点推荐公司一览表

代码	公司名称	评级	收盘价	目标价	市值(百万)	EPS (元)				P/E (倍)			
			交易货币	交易货币	交易货币	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
2669 HK	中海物业	买入	9.37	13.00	30,798	0.30	0.39	0.50	0.64	31.23	24.03	18.74	14.64
6049 HK	保利物业	买入	49.40	71.92	27,335	1.53	2.01	2.52	3.18	32.29	24.58	19.60	15.53
1209 HK	华润万象生活	买入	43.80	47.47	99,974	0.76	0.97	1.26	1.61	57.63	45.15	34.76	27.20
001914 CH	招商积余	买入	15.48	18.98	16,414	0.48	0.56	0.73	0.88	32.25	27.64	21.21	17.59
2602 HK	万物云	买入	38.35	51.87	45,194	1.43	1.28	1.75	2.25	26.82	29.96	21.91	17.04
3316 HK	滨江服务	买入	25.75	38.38	7,117	1.16	1.49	1.98	2.58	22.20	17.28	13.01	9.98
002968 CH	新大正	买入	20.48	27.30	4,692	0.72	0.81	1.05	1.42	28.44	25.28	19.50	14.42

注：更新时间为 2023 年 4 月 17 日；中海物业 EPS 单位为港元，其余公司 EPS 单位为人民币元；以上推荐文字和预测都来自于最新预测报告。

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表45：重点推荐公司最新观点

股票代码	最新观点
中海物业 (2669 HK)	业绩稳步前行，维持“买入”评级 公司 3 月 23 日发布年报，22 年实现营收 126.9 亿港元，同比+34%；归母净利润 12.7 亿港元，同比+29%，基本符合我们预期（13.1 亿港元）。考虑到市拓竞争压力，我们略调低营收，预计公司 23-25 年 EPS 为 0.50/0.64/0.81 港币（23/24 年前值 0.52/0.68 港币）。可比公司平均 2023PE 为 22 倍（一致预期），考虑到公司优异的市拓表现和进取的增长目标（“十四五”期间营收和净利润复合增速 30%），我们认为公司合理 2023PE 为 26 倍，目标价 13.00 港币（前值 13.60 港币，基于 34 倍 2022PE），维持“买入”评级。 风险提示：疫情带来的经营风险，关联房企支持减弱，市拓规模和盈利能力下行风险，社区增值服务不及预期。 报告发布日期：2023 年 03 月 23 日 点击下载全文：中海物业(2669 HK,买入)：业绩符合预期，市拓持续发力
保利物业 (6049 HK)	归母净利润略超我们预期，维持“买入”评级 公司 3 月 29 日发布年报，22 年实现营收 136.9 亿元，同比+27%；归母净利润 11.1 亿元，同比+32%，略高于我们预期（10.6 亿元）。我们维持 23/24 年 EPS 为 2.52/3.18 元的预测，预计 25 年 EPS 为 3.89 元。可比公司平均 2023PE 为 23 倍（一致预期），考虑到公司市拓和社区增值服务的优秀能力，我们认为公司合理 2023PE 为 25 倍，目标价 71.92 港币（前值 70.36 港币，基于 31 倍 2022PE），维持“买入”评级。 风险提示：疫情带来的经营风险，关联房企支持减弱，市拓规模和盈利能力下行，社区增值服务不及预期。 报告发布日期：2023 年 03 月 30 日 点击下载全文：保利物业(6049 HK,买入)：业绩略超预期，盈利能力逆势提升
华润万象生活 (1209 HK)	业绩保持中高速增长，维持“买入”评级 公司 3 月 28 日发布年报，22 年实现营收 120.2 亿元，同比+35%；归母净利润 22.1 亿元，同比+28%，略超我们预期（21.1 亿元）；派息率同比+8pct 至 45%。我们维持 23/24 年 EPS 为 1.26/1.61 元的预测，新引入 25 年 EPS 预测 2.02 元。可比公司平均 2023PE 为 17 倍（一致预期），考虑到公司具备韧性的业绩表现、商管板块的竞争壁垒和物管板块的快速拓展，我们认为公司合理 2023PE 为 33 倍，目标价 47.47 港币（前值 46.63 港币，基于 33 倍 2023PE），维持“买入”评级。 风险提示：经济环境和疫情带来的经营风险，收购整合风险，规模扩张不及预期，利润率不及预期。 报告发布日期：2023 年 03 月 28 日 点击下载全文：华润万象生活(1209 HK,买入)：业绩韧性成长，迎接万象更新

股票名称	最新观点
招商积余 (001914 CH)	剔除重资产业务扰动后保持较高增长，维持“买入”评级 公司3月17日发布年报，2022年实现营收130亿元，同比+23%；归母净利润5.9亿元，同比+16%，低于我们预期（6.9亿元）。考虑到第三方项目的竞争压力，我们调低营收和毛利率，预计23-25年EPS为0.73/0.88/1.05元（23/24年前值0.81/1.02元）。可比公司23年平均PE为20倍（一致预期），考虑到公司轻重资产分离、收并购持续取得进展，非住宅竞争壁垒突出，央企母公司经营稳健，我们认为合理23PE估值水平为26倍，目标价18.98元（前值19.50元，基于30倍22PE），维持“买入”评级。 风险提示：疫情扰动，房地产市场下行，盈利能力下行，轻重资产分离不及预期，整合不及预期。 报告发布日期：2023年03月18日 点击下载全文：招商积余(001914 CH,买入)：稳健前行，收购和资产分离持续突破
万物云 (2602 HK)	内外因素共同导致业绩阶段性承压，维持“买入”评级 公司3月27日发布年报，22年实现营收301.1亿元，同比+27%；归母净利润15.1亿元，同比-9%，低于我们预期（19.1亿元）。考虑到成本端的压力，我们下调毛利率，预计23-25年EPS为1.75/2.25/2.83元（23/24年前值为2.18/2.99元）。可比公司平均2023PE为21倍（一致预期），考虑到公司推进蝶城战略中面临的业绩阶段性调整，我们收窄估值溢价，认为公司合理2023PE为26倍，目标价51.87港币（前值56.87港币，基于24倍2023PE），维持“买入”评级。 风险提示：疫情带来的经营风险，关联房企支持减弱的风险，“蝶城”推进、收并购项目经营表现、科技板块和业主增值服务发展不及预期。 报告发布日期：2023年03月29日 点击下载全文：万物云(2602 HK,买入)：循环业务保持成长，蝶城路径清晰
滨江服务 (3316 HK)	业绩保持高增长，维持“买入”评级 公司3月24日发布年报，22年实现营收19.8亿元，同比+42%；归母净利润4.1亿元，同比+28%，基本符合我们预期（4.2亿元）。考虑到公司毛利率有所下滑，我们下调毛利率预测，预计23-25年EPS至1.98/2.58/3.31元（23/24年前值2.07/2.75元），对于公司实现23年在管面积/营收/利润增长30%的目标充满信心。可比公司平均2023PE为16倍（一致预期），考虑到公司的密度优势，我们认为公司合理2023PE为17倍，目标价38.38港币（前值31.04港币，基于18倍2022PE），维持“买入”评级。 风险提示：疫情带来的经营风险，关联房企经营风险，市拓规模和盈利能力下行风险，5S增值服务不及预期。 报告发布日期：2023年03月27日 点击下载全文：滨江服务(3316 HK,买入)：密度优势再夯实，装修业务露头角
新大正 (002968 CH)	业绩保持韧性，维持“买入”评级 公司3月27日发布年报，22年实现营收26.0亿元，同比+24%；归母净利润1.9亿元，同比+12%，低于我们预期（2.1亿元）。考虑到新进项目盈利能力偏低和竞争压力，我们下调营收和毛利率，预计23-25年EPS为1.05/1.42/1.91元（23/24年前值1.35/1.92元）。可比公司平均2023PE为18倍（一致预期），考虑到公司在逆势中展现出的优秀市拓能力以及未来三年相对较高的潜在增速，我们认为公司合理2023PE为26倍，目标价27.30元（前值31.05元，基于23倍2023PE），维持“买入”评级。 风险提示：疫情发展不确定性；规模拓展不及预期；盈利能力下行风险；收并购交易存在不确定性。 报告发布日期：2023年03月28日 点击下载全文：新大正(002968 CH,买入)：Q4逆风拖累业绩，逆势彰显市拓能力

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

关联房企经营风险。地产下行削弱关联房企经营稳健性，可能影响房企背景物管公司在管面积的增速、非业主增值服务的规模，增加应收账款的回收难度，导致公司经营的独立性受到质疑。

规模扩张不及预期的风险。物管公司正处于扩张规模、业态，持续叠加增值服务的快速成长期，若市场竞争过于激烈，或是物管公司管理能力迭代升级无法匹配规模扩张，可能导致业务扩张的速度和质量不及预期。

盈利能力下行风险。物管行业竞争日益激烈、第三方项目占比提升、新业务处于培育期、人工成本刚性上涨、房地产下行等因素可能导致行业盈利能力出现下滑。

收并购整合风险。部分物管公司通过收并购进行外延式扩张，但收并购标的质量、物管公司投后整合能力存在不及预期的可能，从而可能导致1+1<2的负面结果。

资产减值风险。部分物管公司快速扩张的同时，应收账款、商誉及无形资产快速增加，若无法及时回收应收账款，或是收并购标的表现不及预期，可能导致减值风险。

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 万物云（2602 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 万物云（2602 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司