

# 23年物管综述：经营质量改善，股东回报增厚

华泰研究

2024年4月28日 | 中国内地

专题研究

## 行业延续去伪存真，国央企保持增长韧性

2023年物管行业延续去伪存真，在管项目、市场拓展和多元业务都呈现收敛聚焦的趋势，与之对应的是规模扩张和业绩增速的放缓。但也不乏亮点：1、物管公司现金流管控取得成效，派息率连续第三年提升，逐步回归现金牛属性；2、国央企物管公司增长保持韧性，盈利能力逆势改善。尽管头部物管公司对于未来成长趋于谨慎，但现金流稳健、派息率仍有提升空间，估值水平相较双位数的潜在增速仍然具有吸引力。我们重点推荐：华润万象生活、保利物业、招商积余、绿城服务、万物云、滨江服务、中海物业。

## 规模拓展：收敛聚焦重点城市和优质项目，国央企展现拓展优势

23年样本物管公司在管面积同比增速放缓至13%，主要因为：1、房地产市场调整导致住宅交付减少；2、市拓供需格局导致竞争加剧；3、优化粗放发展期获取的低质量项目导致退盘增加；4、物管公司对于收并购依然谨慎。合管比继续回落至144%，合约面积向在管面积转化的节奏放缓。除了对存量项目收敛聚焦，多家物管公司亦收窄了市拓的城市范围，推动单城市管理面积继续上升。国央企在管面积同比增长24%，第三方和非住宅在管面积占比延续增长，拓展指标均优于民企，主要得益于关联房企的稳健表现、市拓的品牌与资源优势以及退盘项目相对较少。

## 财报表现：国央企盈利能力逆势改善，行业逐步回归现金牛属性

23年样本物管公司营收同比+9%，归母净利润同比+10%，归母净利润同比重回正增长，主要因为22年民企物管公司利润基数降低，以及对于销售管理费用率的严格控制。国央企物管公司营收、归母净利润同比+19%、27%，盈利能力率先改善，但对于24年的增速展望相对谨慎。物管公司普遍加强现金流管控，现金流指标有所改善；连续第三年提升派息率，叠加PE估值的下滑，部分公司股息率已经具有较高吸引力。随着行业逐步摆脱对关联房企的依赖、回归主业的高质量发展，我们预计头部公司现金流稳定性有望持续提升，有望通过分红和回购等手段为投资者带来稳定且有吸引力的回报。

## 多元服务：基础物管发挥中流砥柱作用

23年样本物管公司基础物管营收占比同比+2pct至67%，主要因为地产调整和经济环境影响下，非业主增值服务和社区增值服务表现不尽如人意。样本物管公司城市服务和商管业务营收多数实现同比增长，但毛利率表现分化：城市服务通过收敛聚焦应对回款压力，商管业务迎来改善但弹性受限。多数物管公司社区增值服务ARPU仍是处于同比下滑的状态，一方面由于房地产经纪、美居服务、社区传媒、社区零售等业务经营承压，另一方面则是主动进行收敛聚焦，退出或调整部分比较优势不明显、可持续性较差、盈利能力有限的业务，继续聚焦培育潜力业务。

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     |
| 联系人                    | 戚康旭                     |
| SAC No. S0570122120008 | qikangxu@htsc.com       |
|                        | +(86) 21 2897 2228      |

## 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<br>(当地币种) | 投资评级 |
|--------|-----------|---------------|------|
| 华润万象生活 | 1209 HK   | 33.60         | 买入   |
| 保利物业   | 6049 HK   | 39.68         | 买入   |
| 招商积余   | 001914 CH | 15.12         | 买入   |
| 绿城服务   | 2869 HK   | 3.81          | 买入   |
| 万物云    | 2602 HK   | 26.86         | 买入   |
| 滨江服务   | 3316 HK   | 23.80         | 买入   |
| 中海物业   | 2669 HK   | 6.90          | 买入   |

资料来源：华泰研究预测

# 并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

## 正文目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 研究方法：按企业性质分组拆解物管公司 2023 年报表现.....     | 3  |
| 规模拓展：收敛聚焦重点城市和优质项目，国央企展现拓展优势.....     | 4  |
| 在管规模：扩张速度继续放缓，存量项目收敛聚焦 .....          | 4  |
| 储备资源：合管比继续回落，合约面积向在管面积转化的节奏放缓 .....   | 5  |
| 业态结构：国央企第三方和非住宅项目拓展情况优于民企 .....       | 7  |
| 管理密度：市拓向重点城市收敛聚焦 .....                | 7  |
| 财报表现：国央企盈利能力逆势改善，行业逐步回归现金牛属性.....     | 9  |
| 业绩增速：国央企保持增长韧性，但前景展望趋于谨慎 .....        | 9  |
| 盈利能力：国央企毛利率首次超越民企，盈利能力逆势改善 .....      | 10 |
| 资产负债表的改善：应收账款管控取得成效，商誉和无形资产开始收缩 ..... | 13 |
| 分红派息：强化股东回报，逐步回归现金牛属性 .....           | 14 |
| 多元服务：基础物管发挥中流砥柱作用 .....               | 16 |
| 收入结构：基础物管占比再升，城服和商管业务表现分化 .....       | 16 |
| 城市服务：收敛聚焦以应对回款压力 .....                | 16 |
| 商管业务：发展环境改善但弹性受制约 .....               | 16 |
| 社区服务：外部压力叠加内部优化，仍处于调整蓄势阶段 .....       | 17 |
| 投资建议 .....                            | 19 |
| 风险提示 .....                            | 20 |

## 研究方法：按企业性质分组拆解物管公司 2023 年报表表现

截至 2024 年 4 月 26 日，A 股和港股共有 64 家上市物管公司，总市值达到 2146 亿元（1 港币=0.9254 人民币，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 2023 年规模拓展、财报表现、多元服务等内容进行全面梳理。

综合考虑物管公司数据披露和营收规模的情况，我们选取 24 家已披露 2023 年报、营收超过 20 亿元的上市物管公司（下称“样本物管公司”）进行财报综述。24 家公司占到板块总市值的 88%，我们认为具有较强的代表性。同时，考虑到近年来国央企和民企物管公司经营表现出现显著分化，且分化程度远高于企业规模的影响，我们按照企业属性对于样本公司进行分组：共包括 7 家国央企，17 家民企和公众企业。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 2018-2023 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           | 具体公司和代码                                                                                                                                                                                                                                                               |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 国央企 7 家      | 招商积余 (001914 CH)、保利物业 (6049 HK)、华润万象生活 (1209 HK)、中海物业 (2669 HK)、建发物业 (2156 HK)、越秀服务 (6626 HK)、金茂服务 (0816 HK)                                                                                                                                                          |
| 民企和公众企业 17 家 | 碧桂园服务 (6098 HK)、万物云 (2602 HK)、绿城服务 (2869 HK)、雅生活服务 (3319 HK)、恒大物业 (6666 HK)、世茂服务 (0873 HK)、融创服务 (1516 HK)、旭辉永升服务 (1995 HK)、新城悦服务 (1755 HK)、金科服务 (9666 HK)、卓越商企服务 (6989 HK)、合景悠活 (3913 HK)、新大正 (002968 CH)、远洋服务 (6677 HK)、滨江服务 (3316 HK)、宝龙商业 (9909 HK)、时代邻里 (9928 HK) |

资料来源：公司公告，华泰研究

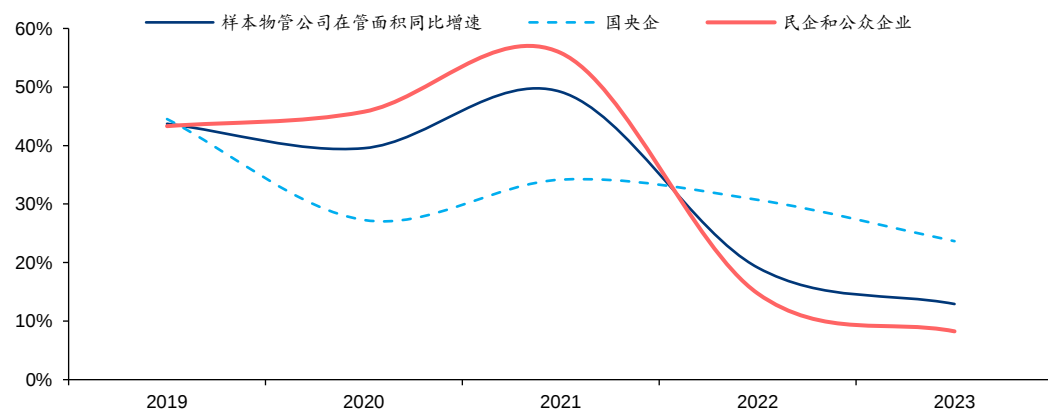
## 规模拓展：收敛聚焦重点城市和优质项目，国央企展现拓展优势 在管规模：扩张速度继续放缓，存量项目收敛聚焦

2023 年样本物管公司在管面积达到 61.79 亿平，同比增长 13%，增速较 2023 年-6pct。其中，国央企、民企（含公众企业，下同）物管公司在管面积分别同比增长 24%、8%，较 2022 年-7、-7pct。

2023 年披露了在管面积的 21 家样本公司中，19 家取得同比增长。碧桂园服务在管面积达到 9.6 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显著更大。金茂服务在管面积同比增长 48%，增速最快。

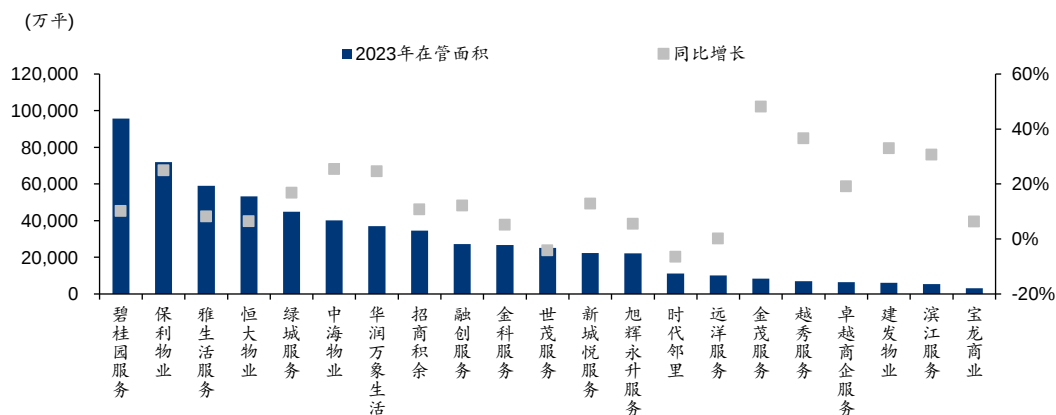
样本物管公司在管面积扩张速度连续第二年放缓，但收敛速度已较 2022 年有所改善。在管面积扩张放缓主要因为：1、房地产市场调整导致住宅项目交付减少；2、受房地产和经济环境的共同影响，市场化拓展空间有所收窄，而物管公司在收并购和关联房企销售承压后普遍加强了市拓力度，供需结构变化导致市拓竞争加剧；3、物管公司继续优化粗放增长时期获取的低盈利、低回款或交付不确定的项目，部分存量项目受经济环境影响停止续约，退盘规模仍然较大；4、物管公司对于收并购的态度依然谨慎。国央企物管公司在管面积扩张速度自 2022 年以来持续领先于民企，且 2023 年仍然保持了 20% 以上的同比增速，主要得益于关联房企相对稳健的销售表现、市拓的品牌与资源优势以及相对较少的退盘项目。

图表2：样本物管公司在管面积同比增速



注：包括 21 家 2018-2023 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 21 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4：部分样本物管公司市拓情况

| 物管公司   | 市拓新签年化合同金额（亿元） |        |      | 市拓新增合约面积（万平） |        |      |
|--------|----------------|--------|------|--------------|--------|------|
|        | 2022 年         | 2023 年 | 同比   | 2022 年       | 2023 年 | 同比   |
| 绿城服务   | 45.8           | 43.2   | -6%  |              |        |      |
| 碧桂园服务  | 49.0           | 37.3   | -24% | 10400        | 7606   | -27% |
| 招商积余   | 27.8           | 35.4   | 27%  |              |        |      |
| 保利物业   | 17.2           | 27.7   | 61%  |              |        |      |
| 世茂服务   | 10.8           | 11.6   | 8%   | 4009         | 4170   | 4%   |
| 旭辉永升服务 | 11.5           | 11.6   | 1%   |              |        |      |
| 新大正    | 10.1           | 9.7    | -4%  |              |        |      |
| 建发物业*  | 7.7            | 8.3    | 8%   |              |        |      |
| 恒大物业   |                | 7.0    |      |              | 2309   |      |
| 越秀服务   | 3.6            | 5.0    | 39%  | 843          | 1064   | 26%  |
| 融创服务   | 10.8           | 4.0    | -63% |              |        |      |
| 中海物业   |                |        |      | 8220         | 10920  | 33%  |
| 华润万象生活 |                |        |      | 3440         | 5652   | 64%  |
| 金科服务   |                |        |      | 3200         | 2199   | -31% |
| 新城悦服务  |                |        |      |              | 2000   |      |
| 滨江服务   |                |        |      | 1197         | 977    | -18% |

注：建发物业为新签合同金额口径

资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：披露了终止在管/合约面积数据的样本物管公司

| 物管公司   | 终止在管面积（万平） |        | 占比     |        | 终止合约面积（万平） |        | 占比     |        |
|--------|------------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|
|        | 2022 年     | 2023 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2022 年     | 2023 年 | 2022 年 | 2023 年 |
| 时代邻里   | 1573       | 2801   | 13.2%  | 25.2%  | 1842       | 2938   | 13.7%  | 25.0%  |
| 旭辉永升服务 | 793        | 3066   | 3.8%   | 13.8%  | 2034       | 4178   | 6.7%   | 13.6%  |
| 金科服务   | 2778       | 3574   | 10.9%  | 13.4%  | 3584       | 4320   | 10.0%  | 12.3%  |
| 卓越商企服务 | 445        | 567    | 8.3%   | 8.9%   |            |        |        |        |
| 碧桂园服务  |            |        |        |        | 8400       | 7296   |        | 4.5%   |
| 绿城服务   | 920        | 1640   | 2.4%   | 3.7%   |            |        |        |        |
| 越秀服务   | 87         | 257    | 1.7%   | 3.6%   | 87         | 257    | 1.2%   | 3.1%   |
| 滨江服务   | 58         | 188    | 1.4%   | 3.4%   | 58         | 188    | 0.8%   | 2.3%   |
| 新城悦服务  | 214        | 372    | 1.1%   | 1.7%   |            |        |        |        |

资料来源：公司公告，华泰研究

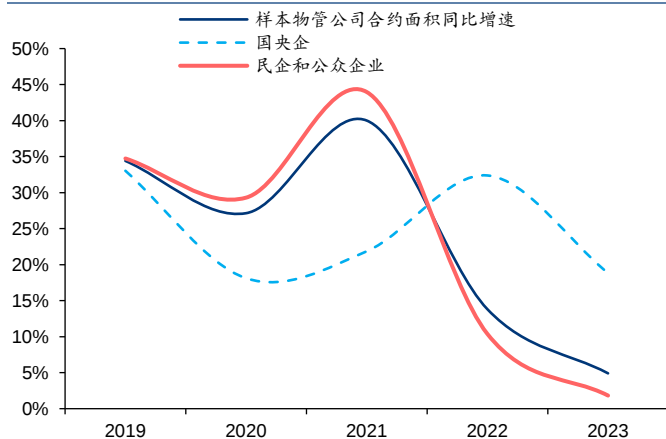
### 储备资源：合管比继续回落，合约面积向在管面积转化的节奏放缓

2023 年样本物管公司合约面积达到 79.77 亿平，同比增长 5%，增速较 2022 年-9pct。其中，国央企、民企物管公司合约面积分别同比增长 19%、2%，较 2022 年-13%、-8pct。样本物管公司合管比（合约面积/在管面积）为 144%，同比-10pct。其中，国央企、民企物管公司合管比分别为 126%、149%，同比-8%、-11pct。

2023 年披露了合约面积的 20 家样本公司中，14 家同比增长，6 家同比下滑。碧桂园服务合约面积达到 16.33 亿平，大幅高于其他公司。与在管面积的情况一致，金茂服务合约面积同比增长 32%，增速最快。2023 年同时披露了合约面积和在管面积数据的 19 家样本公司中，只有世茂服务合管比实现同比增长。绿城服务合管比达到 183%，高于其他样本公司。

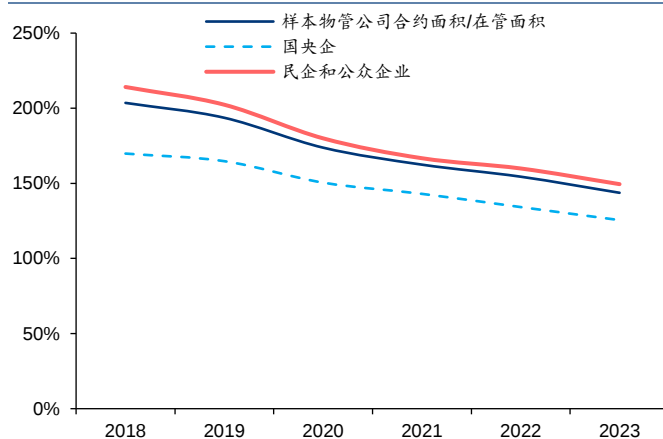
与在管面积类似，物管公司合约面积增速也在继续回落，且依然低于在管面积增速，导致合管比继续下行。国央企物管公司合约面积同比增速高于民企，但合管比低于民企。但需注意的是，受房地产市场调整影响，部分住宅项目推盘和交付延期，可能导致合约面积转化为在管面积的节奏放缓。

图表6：样本物管公司合约面积同比增速



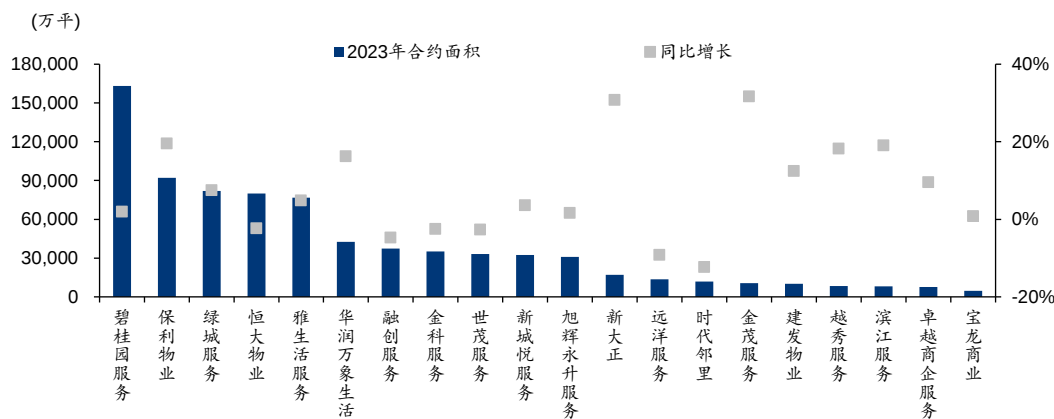
注：包括 20 家 2018-2023 年披露该数据的样本公司，整体法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：样本物管公司合约面积/在管面积



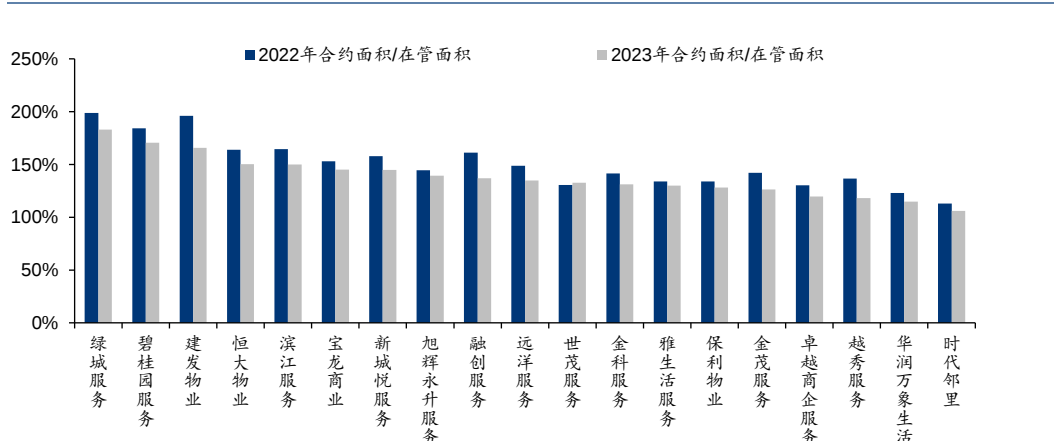
注：包括 19 家 2018-2023 年同时披露在管面积和合约面积数据的样本公司，整体法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：样本物管公司合约面积排行榜



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

图表9：样本物管公司合约面积/在管面积排行榜



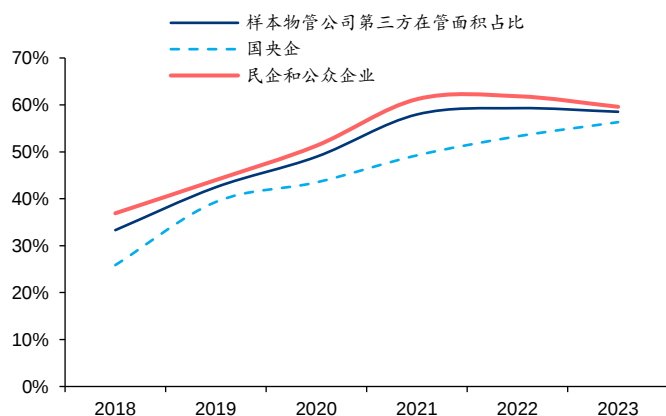
注：包括 19 家披露该数据的样本公司  
资料来源：公司公告，华泰研究

## 业态结构：国央企第三方和非住宅项目拓展情况优于民企

2023 年样本物管公司第三方在管面积占比为 59%，与 2022 年持平。其中，国央企、民企物管公司第三方在管面积占比分别为 56%、60%，较 2022 年+3、-2pct。2022 年以来样本物管公司第三方在管面积的扩张速度有所放缓，一方面由于收并购热潮冷却后，市拓在第三方在管面积的扩张速度上不及收并购，且竞争激烈；另一方面则是第三方项目的退盘概率通常大于关联房企项目。国央企第三方面积占比保持了持续上升的态势，与民企之间的差距在逐步收敛，体现了国央企在市拓能力和质量方面的优势。

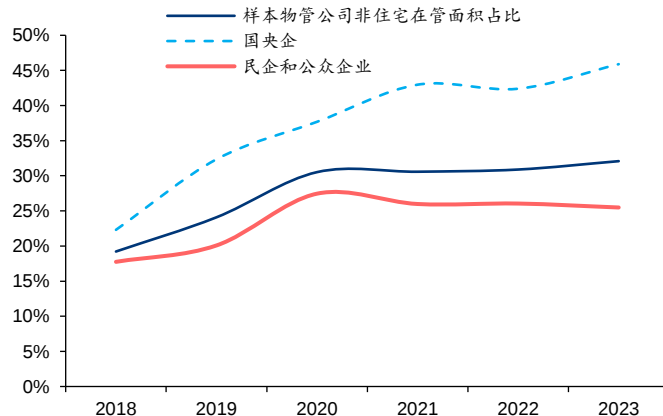
2023 年样本物管公司非住宅在管面积占比为 32%，较 2022 年+1pct。其中，国央企、民企物管公司非住宅在管面积占比分别为 46%、25%，较 2022 年+4、-1pct。样本物管公司非住宅在管面积占比稳中有升，在新房拓展受房地产市场拖累的背景下，多元业态的发展思路仍是行业共识。国央企相对民企的领先优势在扩大，体现了国央企在非住宅项目拓展方面的禀赋优势。

图表10：样本物管公司第三方在管面积占比



注：包括 21 家 2018-2023 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 22 家 2018-2023 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

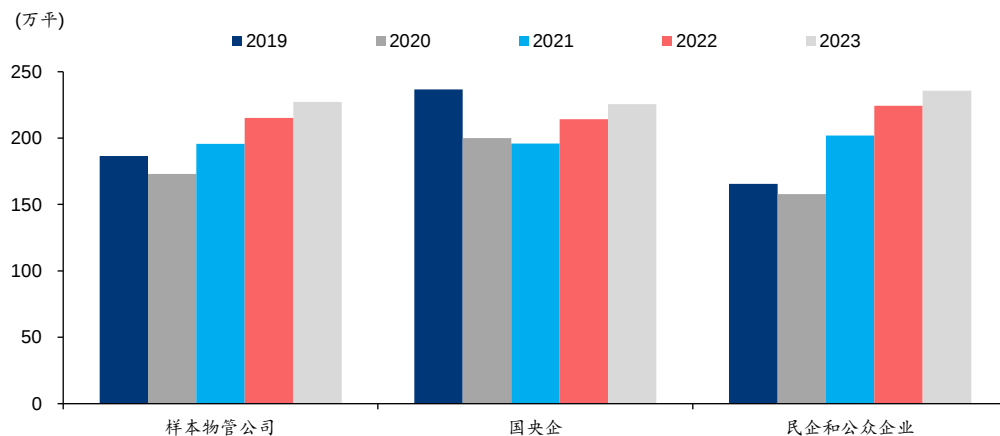
## 管理密度：市拓向重点城市收敛聚焦

2023 年样本物管公司单城市管理面积为 227 万平，同比+6%，增速较 2022 年-4pct。其中，国央企、民企物管公司单城市管理面积分别为 226、236 万平，同比+5%、+5%，增速较 2022 年-4、-6pct。

2023 年披露了在管城市数量的 6 家样本公司，4 家单城市在管面积同比上升。其中，雅生活服务单城市在管面积为 287 万平，高于其他样本公司；绿城服务单城市在管面积同比增长 23%至 220 万平，增速最快。2023 年披露了合约城市数量的 14 家样本公司中，8 家单城市合约面积同比上升。其中，保利物业单城市合约面积为 441 万平，排名第一；金茂服务单城市合约面积同比+28%，增速最快。

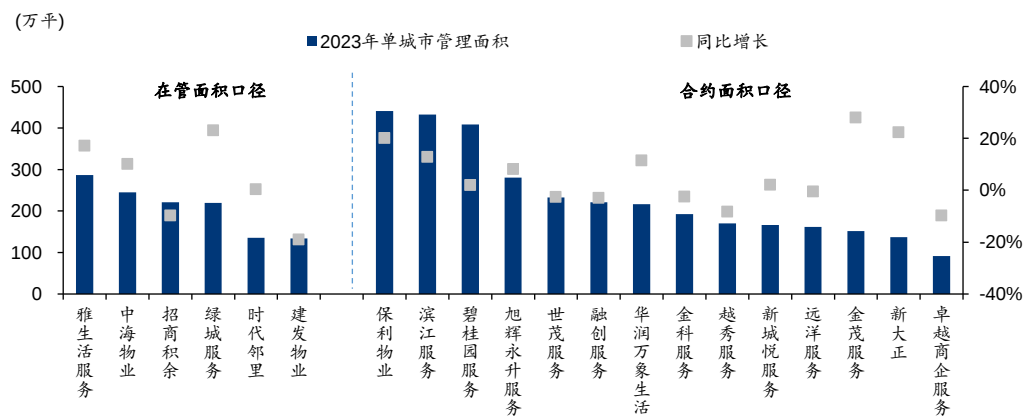
与房企拿地向核心城市集中的趋势类似，多数物管公司不再简单追求全国化的规模扩张，在项目拓展时对城市做了收敛聚焦，强调城市深耕，进而推动单城市管理面积继续上升。项目密度的提升有助于物管公司提升基础物管毛利率、节约销售管理费用，同时探索更多社区增值服务的可能。以万物云为例，根据其年报，截至 23 年末，万物云已经建立 621 个蝶城，其中流程改造蝶城数量达到 150 个，推动这些蝶城的住宅物管毛利率提升 4.5pct，公司整体销售管理费用率同比降低 0.9pct；此外，万物云共在 40 个蝶城落地房屋焕新业务，蝶城内房屋焕新签约合同金额同比+68%至 3.5 亿元。

图表12：样本物管公司单城市管理面积（万平）



注：包括 20 家 2019-2023 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 20 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

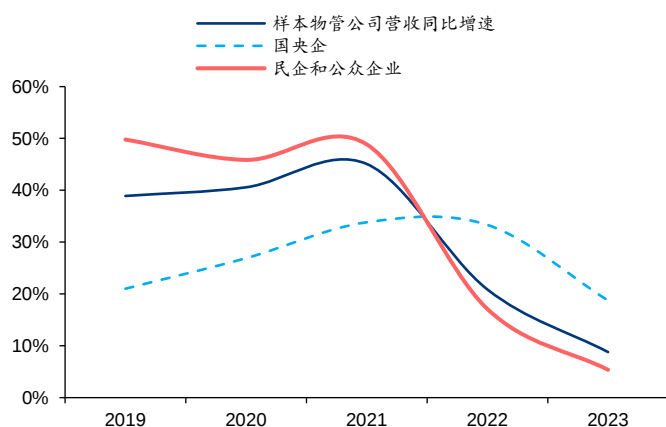
## 财报表现：国央企盈利能力逆势改善，行业逐步回归现金牛属性 业绩增速：国央企保持增长韧性，但前景展望趋于谨慎

2023 年样本物管公司实现营收 2432 亿元，同比增长 9%，增速较 2022 年-12pct。其中，国央企、民企物管公司分别同比+19%、+5%，增速较 2022 年-14、-12pct。样本物管公司实现归母净利润 136 亿元，同比增长 10%，增速较 2022 年+50pct。其中，国央企、民企物管公司分别同比+27、-6%，较 2022 年-5、+55pct。

24 家样本公司中，18 家营收同比增长，6 家同比下滑；14 家归母净利润同比增长，10 家同比下滑。碧桂园服务实现营收 426 亿元，华润万象生活实现归母净利润 29 亿元，领先于其他样本公司。建发物业营收、归母净利润同比增长 56%、89%，在样本物管公司中增速最快(剔除低基数下归母净利润同比增长 788%的合景悠活)，此外世茂服务实现扭亏为盈。

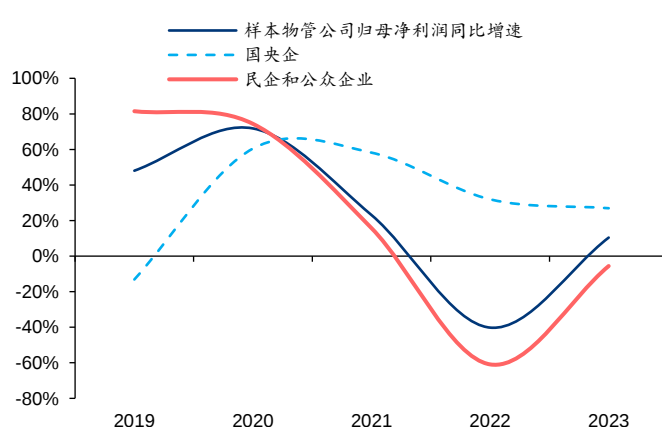
物管公司营收同比增速连续第二年放缓，主要因为：1、在管面积同比增速放缓；2、市拓价格竞争，以及部分存量项目业主方受经济环境影响压缩开支；3、与地产销售强相关的案场服务、交付前服务、车位销售代理、以精装加载为主的美居服务、房地产经纪服务等业务继续收缩；4、部分物管公司出于加强回款的考虑，暂缓了关联房企相关收入的确认，包括空置房物业费、关联房企商业地产的商管费收入以及各类非业主增值服务。物管公司归母净利润同比重回正增长，主要因为：1、民企物管公司尽管仍面临商誉和应收账款减值压力，但在 22 年低基数下归母净利润同比降幅收窄；2、样本物管公司对于销售管理费用率的严格控制。国央企物管公司营收和归母净利润的同比增速依然保持韧性，但考虑到经济环境和市拓竞争，头部公司对于 24 年的增速展望相对谨慎，普遍较 23 年增速有所收窄。

图表14：样本物管公司营收同比增速



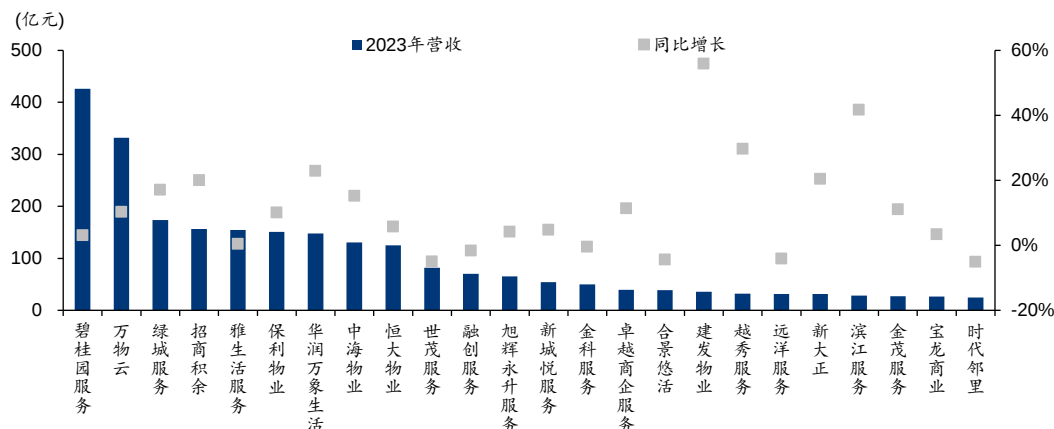
注：包括全部 24 家样本公司，整体法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

图表15：样本物管公司归母净利润同比增速



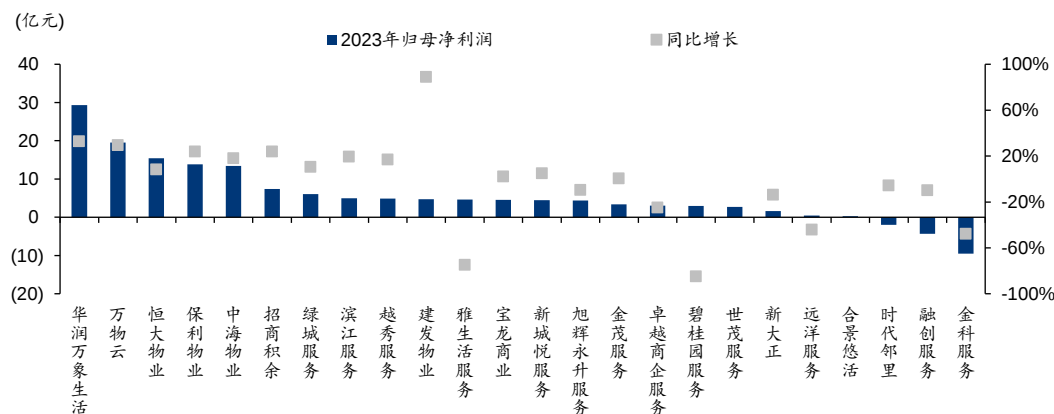
注：包括全部 24 家样本公司，整体法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

图表16：样本物管公司营收排行榜



注：包括全部 24 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 24 家样本公司  
资料来源：公司公告，华泰研究

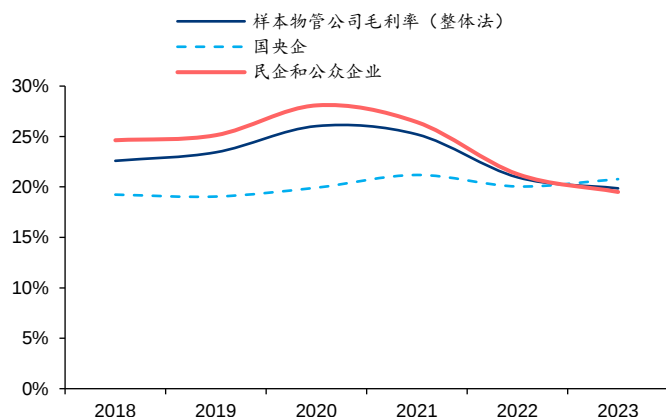
## 盈利能力：国央企毛利率首次超越民企，盈利能力逆势改善

2023 年样本物管公司毛利率为 19.9%，同比-1.1pct。其中，国央企、民企物管公司毛利率分别为 20.8%、19.5%，同比分别+0.7、-1.8pct。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 16.5%、33.2%、18.6%，同比分别-1.5、-0.2、-3.0pct。

24 家样本公司中，9 家公司毛利率同比上升，15 家同比下降。宝龙商业、华润万象生活毛利率分别为 33.7%、31.8%，在样本公司中排名前二，主要由于商管业务利润率相对较高。

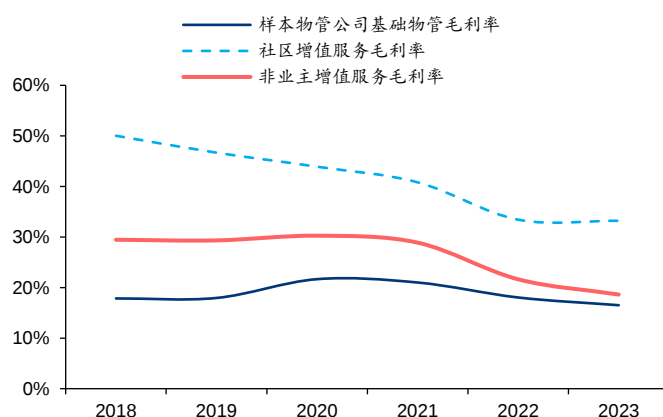
2023 年物管公司毛利率同比仍在下滑，但降幅较 2022 年收窄。分业务板块来看，三大业务毛利率均出现同比下滑，但降幅都较 2022 年收窄，尤其社区增值服务接近企稳。分企业属性来看，国央企物管公司毛利率同比已经率先回升，2018 年以来首次超越民企。

图表18：样本物管公司毛利率



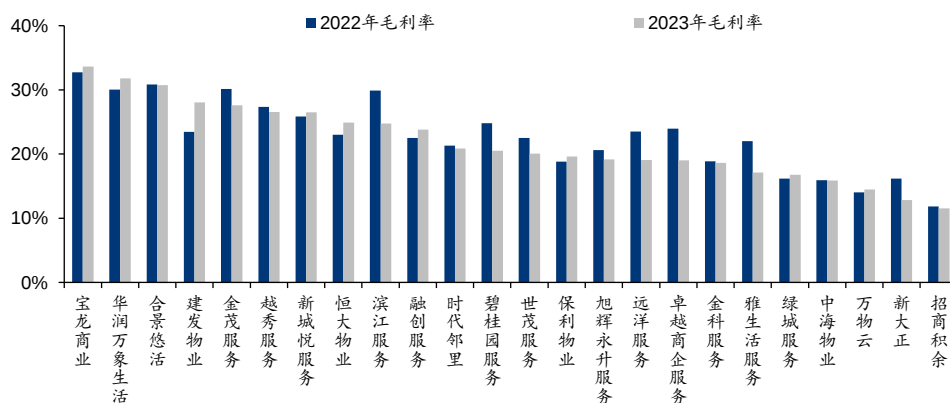
注：包括全部 24 家样本公司  
资料来源：公司公告，华泰研究

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、20、20 家 2018-2023 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



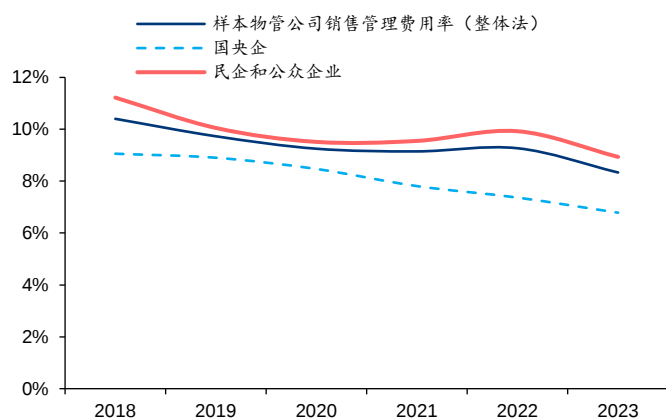
注：包括全部 24 家样本公司  
资料来源：公司公告，华泰研究

2023 年样本物管公司销售管理费用率为 8.3%，同比-1.0pct。其中，国央企、民企销售管理费用率分别为 6.8%、8.9%，同比分别-0.6、-1.0pct。样本物管公司归母净利率为 5.6%，同比+0.1pct。其中，国央企、民企物管公司归母净利率分别为 11.3%、3.4%，同比分别+0.7、-0.4pct。样本物管公司加权平均 ROE 为 9.4%，同比+1.3pct。其中，国央企、民企物管公司加权平均 ROE 分别为 21.0%、5.5%，同比+6.1、-0.1pct。

24 家样本公司中，13 家公司归母净利率同比上升，11 家同比下降。华润万象生活归母净利率为 19.8%，排名第一。11 家公司 ROE 同比上升，12 家同比下降（剔除所有者权益为负的恒大物业）。滨江服务、中海物业 ROE 为 33.1%、32.6%，领先于其它样本物管公司。

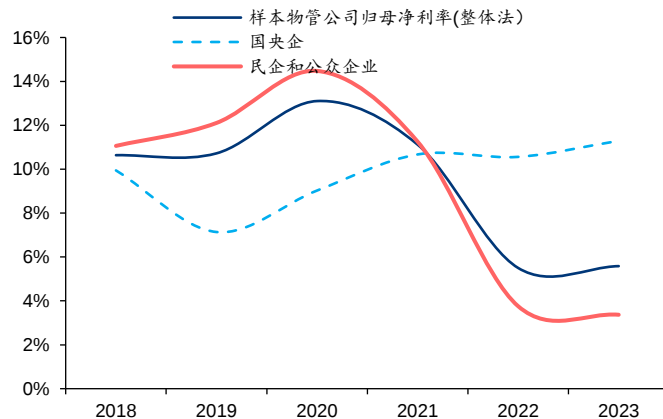
2023 年样本物管公司继续通过城市深耕、降本增效压降销售管理费用率，一定程度上抵消了毛利率下降的影响，推动归母净利率和 ROE 同比改善。国央企物管公司归母净利率和 ROE 均出现同比增长，而民企仍在小幅下滑，国央企盈利能力较民企的优势继续扩大。

图表21: 样本物管公司销售管理费用率



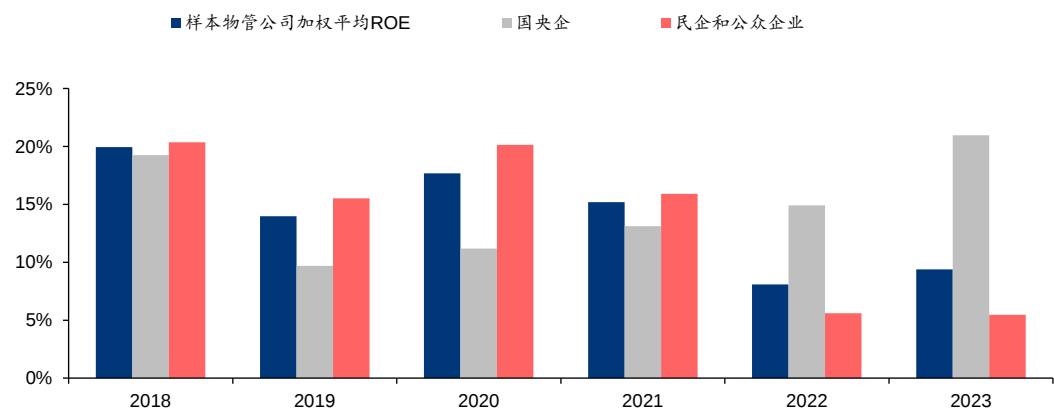
注: 包括全部 24 家样本公司, 整体法计算  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表22: 样本物管公司归母净利润率



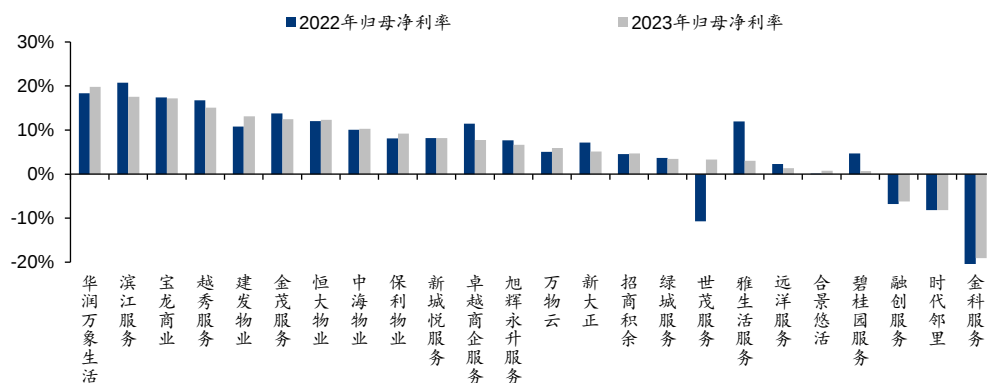
注: 包括全部 24 家样本公司, 整体法计算  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表23: 样本物管公司 ROE



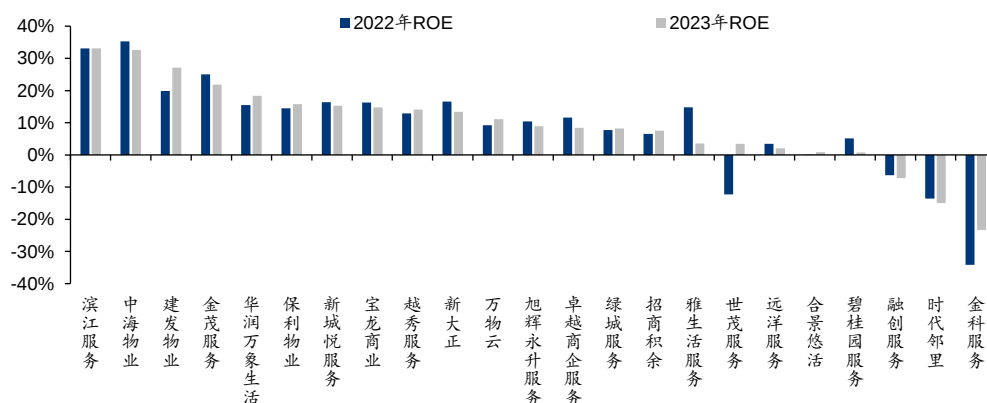
注: 包括全部 24 家样本公司, 整体法计算  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表24: 样本物管公司归母净利润率排行榜



注: 包括全部 24 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



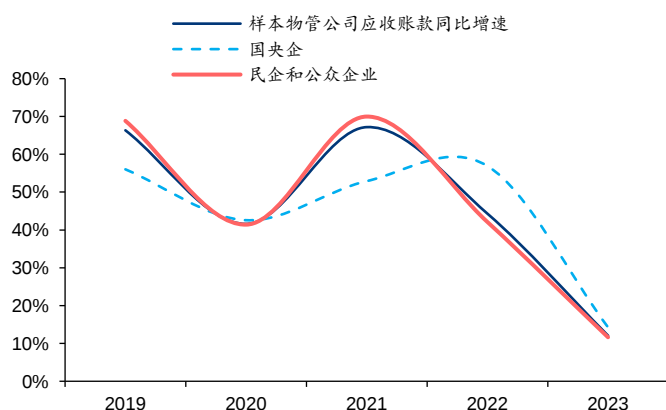
注：包括 23 家样本公司，剔除所有者权益为负的恒大物业  
资料来源：公司公告，华泰研究

### 资产负债表的改善：应收账款管控取得成效，商誉和无形资产开始收缩

2023 年样本物管公司应收账款同比增长 12%，较 2022 年-32pct，但依然略高于营收增速，导致应收账款周转天数同比+13 天至 100 天。其中，国央企、民企物管公司应收账款分别同比增长 14%、12%，较 2022 年-43、-30pct，应收账款周转天数分别为 59、116 天，同比分别+6、+18 天。

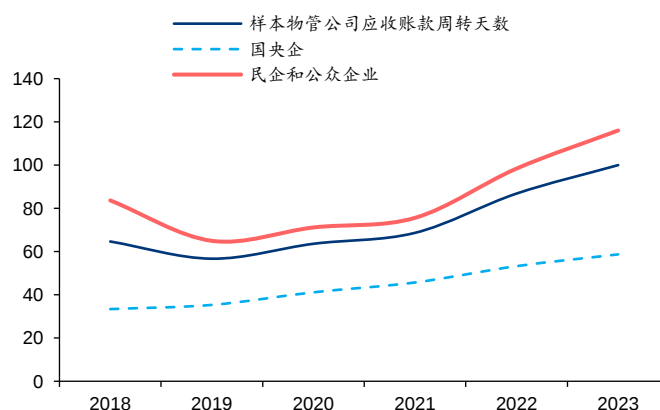
尽管受到经济环境和关联房企流动性压力影响，物管公司收缴情况仍然面临一定压力，但物管公司普遍加强了现金流管控，多家公司将经营性现金流净额和归母净利润（或核心归母净利润）的比例作为重点经营指标，叠加 23Q4 不存在阻碍收缴的外部因素，取得了良好的成效。主要措施包括：其一，暂缓收缴率高度不确定的收入确认，市拓阶段即充分考虑收缴前景，主动退出收缴率低的项目；其二，加强收缴管理，提升收缴率指标的考核权重；其三，鼓励业主预缴物业费，基础物管相关的合同负债显著增长。相对而言，国央企应收账款周转效率较民企更优。值得注意的是，部分物管公司来自关联房企的应收账款规模依然较大，后续仍需关注进一步减值的风险。

图表26：样本物管公司应收账款同比增速



注：包括全部 25 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

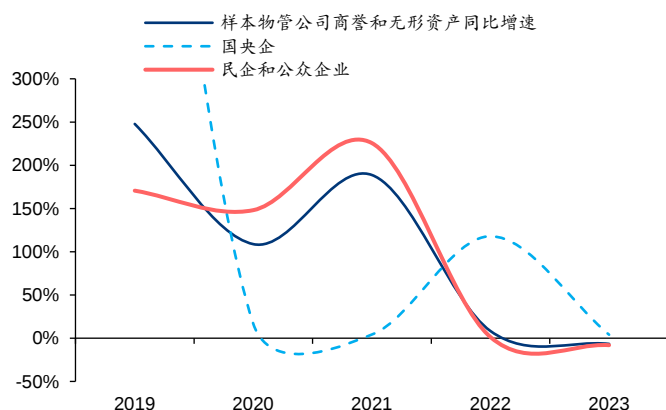


注：包括全部 25 家样本公司  
资料来源：公司公告，华泰研究

2023 年样本物管公司商誉和无形资产同比下滑 7%，较 2022 年-15pct。其中，国央企、民企物管公司商誉和无形资产同比增速分别为 4%、-8%，较 2022 年分别-114、-9pct。样本物管公司商誉和无形资产占净资产的比例为 38%，较 2022 年末-4pct。其中，国央企、民企物管公司商誉和无形资产占净资产的比例分别为 18%、45%，较 2022 年末分别-2、-5pct。

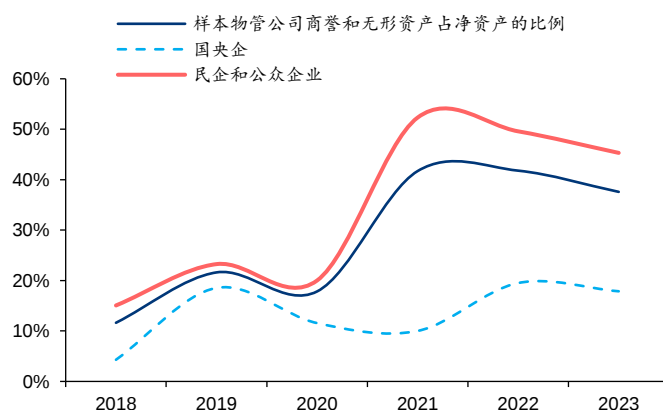
随着收并购市场的冷却，2022 年以来样本物管公司商誉和无形资产同比增速显著下降，2023 年更是在减值和摊销的影响下出现同比收缩。但由于历史收并购较多，商誉和无形资产占物管公司净资产的比例仍然较高，尤其是民企，后续仍需关注历史收并购项目经营不及预期带来的减值风险。

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 25 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



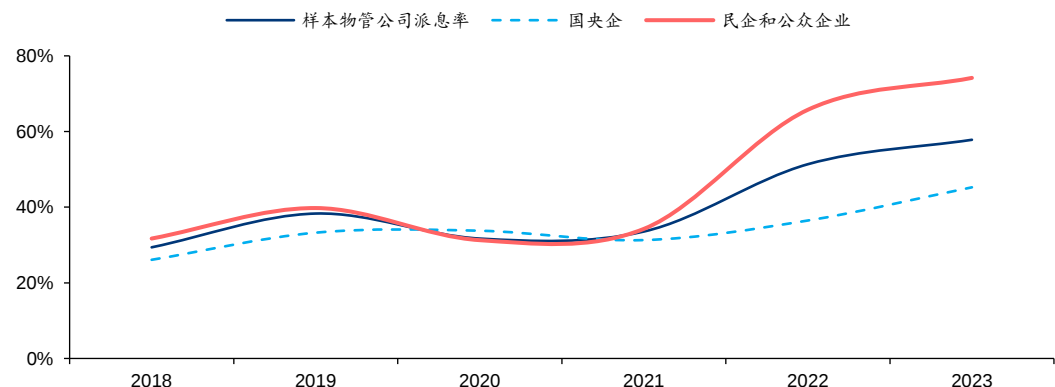
注：包括全部 25 家样本公司  
资料来源：公司公告，华泰研究

### 分红派息：强化股东回报，逐步回归现金牛属性

2023 年样本物管公司派息率为 58%，同比+7pct。其中，国央企、民企物管公司派息率分别为 45%、74%，同比+9、+8pct。样本物管公司中，派息率最高的为绿城服务、建发物业、滨江服务、卓越商企服务，均在 70%及以上（剔除由于业绩波动导致派息率大幅放大的样本物管公司）；以 4 月 26 日收盘价计算，样本物管公司平均股息率为 4.86%，其中卓越商企服务、旭辉永升服务、建发物业、融创服务股息率超过 8%。

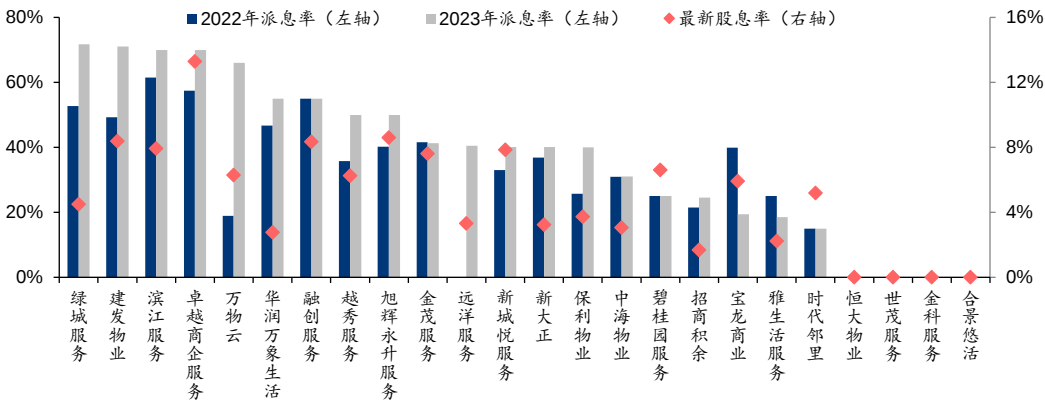
样本物管公司连续第三年提升派息率，叠加 PE 估值的下滑，部分公司股息率已经具有较高吸引力。实际上，基础物管商业模式天然具备现金牛、抗周期等属性。在行业高速发展阶段，关联房企的大力支持、粗放式的市拓和收并购、快速上马的社区增值服务固然对物管公司规模跃升形成帮助，但也为下行周期现金流的波动埋下隐患。随着物管公司逐步摆脱对关联房企的依赖、回归主业的高质量发展、强调有利润和现金流的增长，我们预计头部公司现金流稳定性有望持续提升，叠加派息率和股息率的提升，以及回购等手段，有望为投资者带来更加稳定且有吸引力的回报。

图表30：物管公司派息率



注：包括全部 24 家样本公司，整体法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

图表31： 2023 年物管公司派息率和股息率排行榜



注：包括全部 24 家样本公司；最新股息率=2023 年拟现金分红金额/市值，市值统计时点为 2024 年 4 月 26 日；融创服务、碧桂园服务、时代邻里的派息率数据为现金分红金额占核心归母净利润的比例，均为当年归母净利润出现大幅波动或亏损的公司，其余公司为现金分红金额占归母净利润的比例；远洋服务 2022 年归母净利润下滑导致派息率大幅增长，剔除该异常值  
资料来源：公司公告，华泰研究

## 多元服务：基础物管发挥中流砥柱作用

### 收入结构：基础物管占比再升，城服和商管业务表现分化

2023 年样本物管公司基础物管营收占比为 67%，同比+2pct。其中，国央企、民企物管公司基础物管营收占比分别为 63%、69%，同比+1、+4pct。样本物管公司社区增值服务营收占比为 12%，同比-1pct。其中，国央企、民企物管公司社区增值服务营收占比分别为 13%、12%，同比+0.5、-0.6pct。样本物管公司非业主增值服务营收占比为 8%，同比-3pct。其中，国央企、民企物管公司非业主增值服务营收占比分别为 13%、6%，同比-2、-3pct。

样本物管公司基础物管营收占比继续上升，主要因为地产调整和经济环境影响下，非业主增值服务和社区增值服务表现不尽如人意。而基础物管服务在存量项目持续经营以及合约项目转化和市拓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。其它业务方面，样本物管公司城市服务和商管业务营收多数实现同比增长，但毛利率表现分化；城市服务通过收敛聚焦应对回款压力，商管业务迎来改善但弹性受限。

### 城市服务：收敛聚焦以应对回款压力

2023 年共有 12 家样本物管公司单独披露了城市服务的分部数据，总体来看营收同比+6%，毛利率同比-1.2pct 至 15.4%。多数公司营收实现同比增长，但毛利率表现分化。受地方财政影响，城市服务相较其他业态存在更大的回款压力。物管公司普遍收紧了项目拓展标准，更加聚焦财政状况相对较好的区域。此外，得益于沟通渠道、对接层级等方面的禀赋优势，头部央国企物管公司在城市服务收缴方面的表现优于民企。

图表32：样本物管公司城市服务业绩情况

| 物管公司   | 22 年营收 (亿元) | 23 年营收 (亿元) | 同比增长    | 22 年毛利率 | 23 年毛利率 | 同比增长    |
|--------|-------------|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 碧桂园服务  | 48.37       | 48.84       | 0.97%   | 18.80%  | 16.80%  | -2.0pct |
| 保利物业   | 20.62       | 26.18       | 27.01%  | -       | -       | -       |
| 雅生活服务  | 13.15       | 13.87       | 5.53%   | 19.30%  | 16.70%  | -2.6pct |
| 合景悠活   | 14.52       | 13.66       | -5.94%  | -       | -       | -       |
| 世茂服务   | 13.81       | 13.35       | -3.37%  | 13.00%  | 14.00%  | +1.0pct |
| 万物云    | 6.64        | 6.81        | 2.57%   | 8.20%   | 9.50%   | +1.3pct |
| 招商积余   | 5.48        | 4.65        | -15.12% | -       | -       | -       |
| 旭辉永升服务 | 4.03        | 4.06        | 0.65%   | 7.60%   | 8.40%   | +0.8pct |
| 新大正    | 0.92        | 2.63        | 184.35% | 15.63%  | 14.39%  | -1.2pct |
| 恒大物业   | 1.41        | 1.73        | 22.75%  | -       | -       | -       |
| 金科服务   | 1.39        | 1.43        | 2.69%   | -       | -       | -       |
| 时代邻里   | 0.81        | 1.28        | 57.63%  | -       | -       | -       |
| 合计     | 131.16      | 138.50      | 5.59%   | 16.59%  | 15.36%  | -1.2pct |

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：发展环境改善但弹性受制约

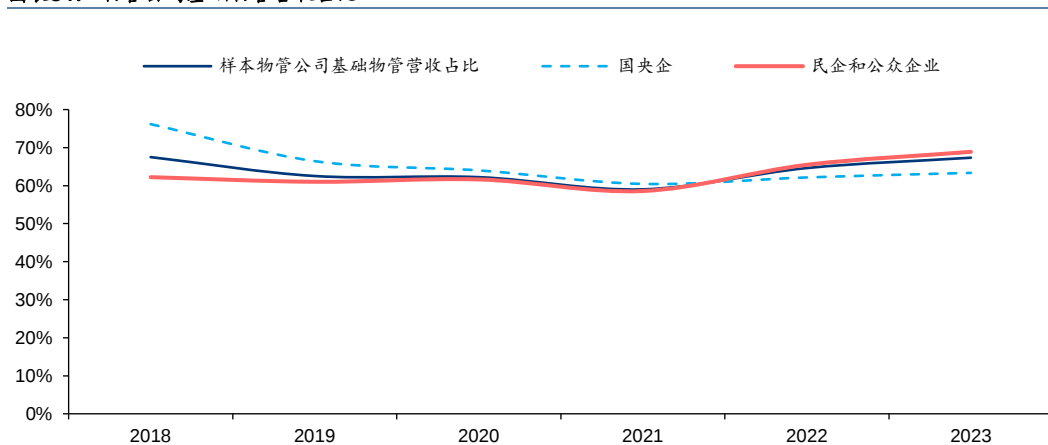
2023 年共有 8 家样本物管公司单独披露了商管业务的分部数据，总体来看营收同比+11%，毛利率同比+4.6pct 至 46.6%且依旧远高于基础物管毛利率。多数公司营收实现同比增长，但毛利率表现有所分化。随着防控政策的优化和减租的退出，2023 年商管业务发展环境迎来改善，但弹性一定程度受到经济环境的影响。此外，部分物管公司控制关联房企相关业务，导致商管项目数量减少、营收出现收缩，甚至不再单列相关业务。

图表33：样本物管公司商管业务业绩情况

| 物管公司   | 22 年营收 (亿元) | 23 年营收 (亿元) | 同比增长    | 22 年毛利率 | 23 年毛利率 | 同比增长     |
|--------|-------------|-------------|---------|---------|---------|----------|
| 华润万象生活 | 42.14       | 51.66       | 22.60%  | 50.70%  | 58.40%  | 7.7pct   |
| 宝龙商业   | 20.58       | 21.37       | 3.84%   | 34.50%  | 35.60%  | 1.1pct   |
| 碧桂园服务  | 12.85       | 10.12       | -21.22% | 35.50%  | 30.90%  | -4.6pct  |
| 招商积余   | 4.65        | 6.98        | 50.12%  | 41.57%  | 50.74%  | 9.2pct   |
| 越秀服务   | 5.45        | 5.94        | 8.88%   | 32.70%  | 31.70%  | -1.0pct  |
| 合景悠活   | 5.49        | 5.86        | 6.78%   | -       | -       | -        |
| 远洋服务   | 5.29        | 5.08        | -4.03%  | 27.00%  | 15.00%  | -12.0pct |
| 建发物业   | 0.24        | 0.69        | 188.35% | -       | 89.80%  | -        |
| 合计     | 96.70       | 107.71      | 11.39%  | 41.96%  | 46.56%  | 4.59pct  |

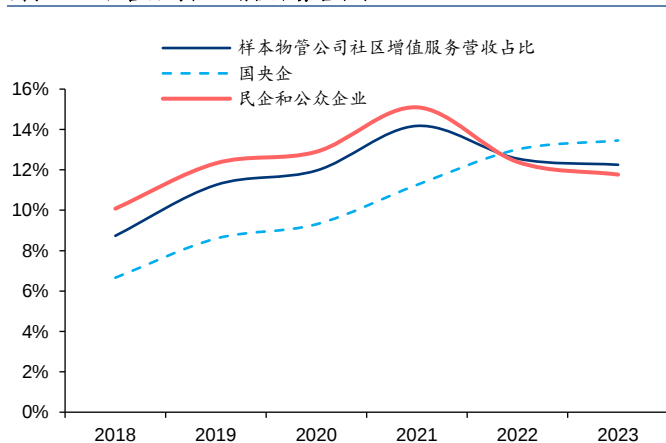
资料来源：公司公告，华泰研究

图表34：物管公司基础物管营收占比



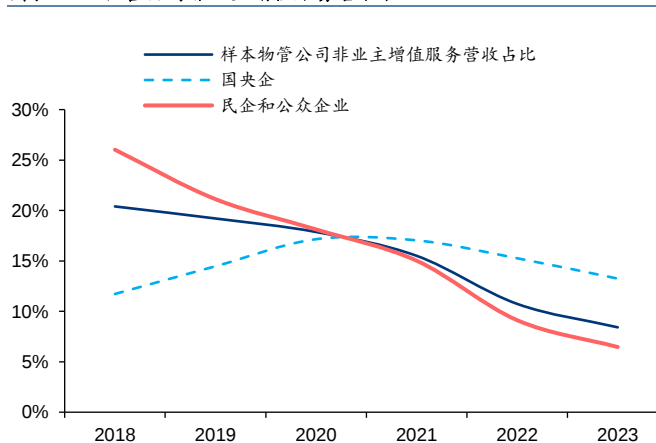
注：包括全部 24 家样本公司，整体法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

图表35：物管公司社区增值服务营收占比



注：包括 22 家 2018-2023 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36：物管公司非业主增值服务营收占比



注：包括 22 家 2018-2023 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

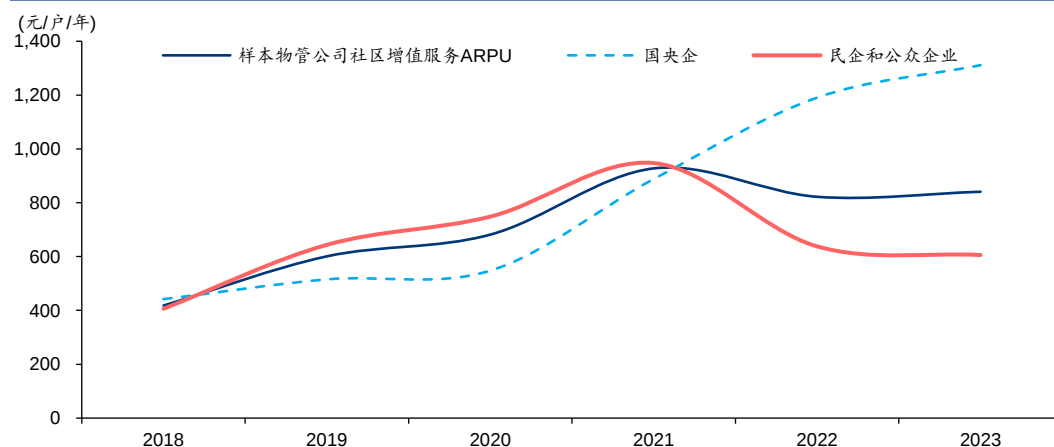
## 社区服务：外部压力叠加内部优化，仍处于调整蓄势阶段

2023 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，算术平均计算）为 841 元/户/年，同比+2%。其中，国央企、民企物管公司社区增值服务 ARPU 分别为 1311、606 元/户/年，同比+10%、-5%。

2023 年可以计算该数据的 21 家样本公司中，6 家公司社区增值服务 ARPU 同比上升，15 家同比下降。建发物业社区增值服务 ARPU 为 2787 元/户/年，同比+110%，无论是绝对值还是同比增速都高于其它样本公司，主要由于新房装修业务的驱动。

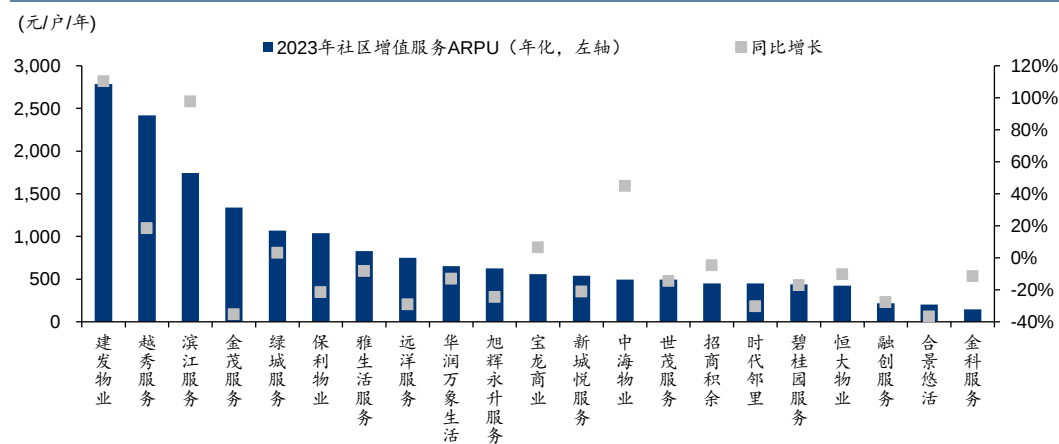
我们注意到，样本物管公司社区增值服务 ARPU（算术平均计算）的同比增长更多是由建发物业、滨江服务新房装修业务的快速增长拉动的，一定程度上得益于关联房企的支持。实际上多数物管公司 ARPU 仍是处于同比下滑的状态，一方面由于地产调整和经济环境的影响，房地产经纪、美居服务、社区传媒、社区零售等业务承压；另一方面则是主动进行收敛聚焦，退出或调整部分比较优势不明显、可持续性较差、盈利能力有限的业务，继续聚焦培育潜力业务。国央企在社区增值服务方面的表现连续第二年优于民企。

图表37：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 21 家 2018-2023 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38：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 21 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

## 投资建议

2023 年物管行业延续去伪存真，在管项目、市场拓展和多元业务都呈现收敛聚焦的趋势，与之对应的是规模扩张和业绩增速的放缓。但也不乏亮点：1、物管公司现金流管控取得成效，派息率连续第三年提升，逐步回归现金牛属性；2、国央企物管公司增长保持韧性，盈利能力逆势改善。尽管头部物管公司对于未来成长趋于谨慎，但现金流稳健、派息率仍有提升空间，估值水平相较双位数的潜在增速仍然具有吸引力。我们重点推荐：华润万象生活、保利物业、招商积余、绿城服务、万物云、滨江服务、中海物业。

图表39：重点推荐公司一览表

| 股票名称   | 股票代码      | 投资评级 (当地币种) | 最新收盘价  | 目标价    | 市值 (百万) | EPS (元) |       |       |       | PE (倍) |       |       |       |
|--------|-----------|-------------|--------|--------|---------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|        |           |             | (当地币种) | (当地币种) | (当地币种)  | 2022    | 2023E | 2024E | 2025E | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
| 华润万象生活 | 1209 HK   | 买入          | 28.20  | 33.60  | 64,367  | 0.97    | 1.28  | 1.55  | 1.85  | 26.39  | 20.00 | 16.52 | 13.84 |
| 保利物业   | 6049 HK   | 买入          | 29.50  | 39.68  | 16,323  | 2.01    | 2.49  | 2.82  | 3.18  | 13.32  | 10.75 | 9.50  | 8.42  |
| 招商积余   | 001914 CH | 买入          | 10.12  | 15.12  | 10,731  | 0.56    | 0.69  | 0.84  | 0.97  | 18.07  | 14.67 | 12.05 | 10.43 |
| 绿城服务   | 2869 HK   | 买入          | 3.33   | 3.81   | 10,636  | 0.17    | 0.19  | 0.22  | 0.26  | 17.78  | 15.91 | 13.74 | 11.63 |
| 万物云    | 2602 HK   | 买入          | 19.14  | 26.86  | 22,609  | 1.28    | 1.65  | 1.91  | 2.15  | 13.57  | 10.53 | 9.10  | 8.08  |
| 滨江服务   | 3316 HK   | 买入          | 17.34  | 23.80  | 4,793   | 1.49    | 1.78  | 2.09  | 2.47  | 10.56  | 8.84  | 7.53  | 6.37  |
| 中海物业   | 2669 HK   | 买入          | 4.58   | 6.90   | 15,054  | 0.33    | 0.41  | 0.49  | 0.57  | 13.88  | 11.17 | 9.35  | 8.04  |

注：数据更新时间为 2024 年 4 月 26 日

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表40：重点推荐公司最新观点

| 股票名称                | 最新观点                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 华润万象生活<br>(1209 HK) | <p><b>23 年归母净利润保持较快增长，维持“买入”评级</b></p> <p>公司 3 月 25 日发布年报，23 年实现营收 147.7 亿元，同比+23%；归母净利润 29.3 亿元，同比+33%；派息率同比+10pct 至 55%。综合考虑收并后平均物业费的下调、房地产调整、市拓竞争和优秀的商管经营表现，我们下调公司营收但上调毛利率，预计 24-26 年 EPS 为 1.55/1.85/2.14 元（24-25 年前值 1.61/2.02 元）。可比公司平均 2024PE 为 10 倍（一致预期），考虑到公司商管板块的独特竞争壁垒和对股东回报的高度重视，我们认为公司合理 2024PE 为 20 倍，目标价 33.60 港币（前值 47.46 港币，基于 35 倍 2023PE），维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：经济环境带来的经营风险，收购整合风险，规模扩张不及预期，利润率不及预期。</p> <p>报告发布日期：2024 年 03 月 26 日</p> <p><a href="#">点击下载全文：华润万象生活(1209 HK,买入)：商管经营强劲复苏，再度加强股东回报</a></p>        |
| 保利物业<br>(6049 HK)   | <p><b>23 年归母净利润取得稳健增长，维持“买入”评级</b></p> <p>公司 3 月 26 日发布年报，23 年实现营收 150.6 亿元，同比+10%；归母净利润 13.8 亿元，同比+24%；派息率同比+15pct 至 40%。考虑到房地产调整、物管市拓竞争和外部环境的影响，我们调低 24-25 年营收，预计公司 24-26 年 EPS 为 2.82/3.18/3.58 元（24/25 年前值为 3.18/3.89 元）。可比公司平均 2024PE 为 11 倍（一致预期），考虑到公司在公建领域的竞争优势和对股东回报的重视，我们认为公司合理 2024PE 为 13 倍，目标价 39.68 港币（前值 56.85 港币，基于 21 倍 2023PE），维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：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。</p> <p>报告发布日期：2024 年 03 月 27 日</p> <p><a href="#">点击下载全文：保利物业(6049 HK,买入)：经营质效改善，股东回报加强</a></p>                               |
| 招商积余<br>(001914 CH) | <p><b>24Q1 营收实现双位数同比增长，维持“买入”评级</b></p> <p>公司 4 月 25 日发布一季报，24Q1 实现营收 37.2 亿元，同比+13%；归母净利润 1.9 亿元，同比+3%；扣非归母净利润 1.8 亿元，同比+10%。我们维持 2024-2026 年 EPS 分别为 0.84、0.97、1.13 元的盈利预测。可比公司平均 2024PE 为 11 倍（一致预期），考虑到公司在非住宅领域的竞争优势及 A 股流动性溢价，我们依然给予公司 18 倍 2024PE，目标价 15.12 元，维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：关联房企支持减弱，盈利能力下行，轻重资产分离不及预期。</p> <p>报告发布日期：2024 年 04 月 26 日</p> <p><a href="#">点击下载全文：招商积余(001914 CH,买入)：营收双位数增长，期间费用率改善</a></p>                                                                                                             |
| 绿城服务<br>(2869 HK)   | <p><b>23 年核心净利润实现较快增长，维持“买入”评级</b></p> <p>公司 3 月 26 日发布年报，23 年实现营收 173.9 亿元，同比+17%；归母净利润 6.1 亿元，同比+11%；核心经营利润 13.0 亿元，同比+32%；派息率同比+19pct 至 73%。考虑到房地产和外部环境，以及物管市拓竞争，我们调低 24-25 年营收，预计公司 24-26 年 EPS 为 0.22/0.26/0.30 元（24/25 年前值 0.29/0.35 元）。可比公司平均 2024PE 为 9 倍（一致预期），考虑到存量竞争环境下公司品牌和服务能力的优势更加凸显、储备资源充裕和对股东回报的重视，我们认为公司合理 2024PE 为 16 倍，目标价 3.81 港币（前值 5.44 港币，基于 23 倍 2023PE），维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：关联房企经营风险，盈利能力下行风险，园区服务不及预期。</p> <p>报告发布日期：2024 年 03 月 27 日</p> <p><a href="#">点击下载全文：绿城服务(2869 HK,买入)：核心利润高质量增长，积极回馈股东</a></p> |

| 股票名称                     | 最新观点                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>万物云</b><br>(2602 HK)  | <b>23 年核心净利润取得较高增长，维持“买入”评级</b><br>公司 3 月 22 日发布年报，23 年实现营收 331.8 亿元，同比+10%；归母净利润 19.5 亿元，同比+29%；核心净利润 23.4 亿元，同比+30%。考虑到房地产市场调整和物管市拓竞争，我们下调营收预测，预计公司 24-26 年 EPS 为 1.91/2.15/2.41 元（24-25 年前值 2.05/2.46 元）。可比公司平均 2024PE 为 11 倍（一致预期），考虑到公司在蝶城和科技方面的独特竞争优势，以及对股东回报的重视，我们认为公司合理 2024PE 为 13 倍，目标价 26.86 港币（前值 39.58 港币，基于 22 倍 2023PE），维持“买入”评级。<br>风险提示：关联房企支持减弱的风险，“蝶城”推进、收并购项目经营表现、科技板块和社区增值服务发展不及预期。<br>报告发布日期：2024 年 03 月 23 日<br><a href="#">点击下载全文：万物云(2602 HK,买入)：蝶城提效步入收获期，派息大幅提升</a> |
| <b>滨江服务</b><br>(3316 HK) | <b>23 年归母净利润同比稳健增长，维持“买入”评级</b><br>公司 3 月 25 日发布年报，23 年实现营收 28.1 亿元，同比+42%；归母净利润 4.9 亿元，同比+20%；派息率同比+8.5pct 至 70.0%。考虑到市拓竞争压力和装修服务放量，我们调低毛利率，预计公司 24-26 年 EPS 为 2.09/2.47/2.90 元（24-25 年前值 2.41/3.04 元）。可比公司平均 2024PE 为 8 倍（一致预期），综合考虑公司服务口碑、项目密度的优势和港股市场流动性等因素，我们认为公司合理 2024PE 为 10.5 倍，目标价 23.80 港币（前值 30.18 港币，基于 15 倍 2023PE），维持“买入”评级。<br>风险提示：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。<br>报告发布日期：2024 年 03 月 26 日<br><a href="#">点击下载全文：滨江服务(3316 HK,买入)：硬装业务持续放量,派息率进一步提升</a>                |
| <b>中海物业</b><br>(2669 HK) | <b>23 年归母净利润同比较快增长，维持“买入”评级</b><br>公司 3 月 26 日发布年报，23 年实现营收 130.5 亿元，同比+20%；归母净利润 13.4 亿元，同比+23%；派息率 31%，同比持平。考虑到房地产市场调整、物管市拓竞争和经济环境，我们调低营收，预计 24-26 年 EPS 为 0.49/0.57/0.67 元（24-25 年前值为 0.64/0.81 港币）。可比公司平均 2024PE 为 11 倍，考虑到公司优秀的市拓表现和在港澳地区的独特优势，我们认为公司合理 2024PE 为 13 倍，目标价 6.90 港币（前值 12.50 港币，基于 25 倍 2023PE），维持“买入”评级。<br>风险提示：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。<br>报告发布日期：2024 年 03 月 27 日<br><a href="#">点击下载全文：中海物业(2669 HK,买入)：市拓和社区增值服务逆势高增长</a>                                   |

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

## 风险提示

**关联房企经营风险。**地产基本面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。**物管公司仍处于扩张规模、业态，持续叠加增值服务的成长期，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。
- 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](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。
- 保利物业（6049 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 保利物业（6049 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 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。

## 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

## 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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 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

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

## 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53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

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

## 华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司