

规模增速高于收入，并购助力扩大业务布局

物管公司 2020 年经营及市场表现回顾

投资要点：

报告日期：2021-04-23

在管面积同比平均增长接近 50%：38 家有公布在管规模数据的香港上市物管企业 2020 年在管面积均录得正增长，行业平均同比增幅达~49.9%，当中 15 家同比增幅逾行业均值。

总收入同比平均增长逾 37%，业主增值服务收入增速最为显著：2020 年，在 39 家已公布业绩的上市物管企业中，37 家物管企业收入同比录得正增长，行业同比增幅平均值和中位数分别达~37.2%和~36.8%。其中，业主增值服务收入增速最为显著。38 家物管企业 2020 年业主增值服务收入增速中位数达~50.2%，明显高于物管服务(~34.0%)、非业主增值服务(~33.1%)和其他业务(~23.6%)，反映物管企业加大力度拓展增值服务相关业务和部分非业主增值服务受到疫情影响增速有所减缓。

物管企业之间毛利率表现较为分化：39 家上市物管企业 2020 年毛利率中位数由 2019 年~28.2%上升至~30.4%。同期，毛利率同比改善幅度最为显著的前三家物管企业是恒大物业、华润万象生活、荣万家，其毛利率分别由 2019 年~23.9%、~16.1%、~18.2%提升约 14.2、10.9、9.8 个百分点至~38.1%、~27.0%、~28.1%。此外，毛利率同比下跌幅度最为明显的三家物管企业则是焯星集团、雅生活服务、奥园健康，其毛利率分别由 2019 年~34.5%、~36.7%、~37.4%下跌约 10.3、7.1、3.2 个百分点至~24.3%、~29.7%、~34.2%。其中，奥园健康和雅生活服务由于在 2020 年透过并购大幅增加第三方项目在管面积(相对已在管之项目的毛利率较低)占比，导致年内整体毛利率出现明显下降。

“规模效应”和“现金充裕”是驱动物管企业股价表现的要素：以香港上市主要物管企业上市首日至 2021 年 4 月 15 日股价表现与相关公司的 2020 年重要财务指标进行相关性分析，结果发现相关公司的长期股价表现与在管面积和储备面积的相关性较高，分别约达 0.34 和 0.37。我们认为，物管行业规模化发展仍是王道，不但是收入及盈利持续增长的基础，也是驱动物管企业股价长期表现的要素。进一步而言，储备面积更是估算物管企业未来业务发展的重要指标，故此我们相信拥有较大储备面积的物管企业股价表现将持续优于同业。此外，以香港上市主要物管企业 2021 年初至 4 月 15 日股价表现与相关公司的 2020 年重要财务指标进行相关性分析，结果发现相关物企近期股价表现与其手持现金水平的相关性最高，约达 0.40，主要反映手持较充裕现金将有利物企在未来两至三年的潜在性收并购规模，这在当前物管行业正处于“跑马圈地”的发展阶段来说尤其重要，基本上也将决定物企未来发展的格局。

三大因素将持续利好物业板块未来股价表现：(1)十部委近期公布《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》涉及鼓励符合条件的物业管理公司扩展业务等政策利好物管行业发展；(2)行业整合加速，将强化企业规模效应；(3)恒指公司近期发布物业指数将带动更多资金流入板块。

投资建议：中长期持续看好具有弱周期性及业绩增长空间明确特质的物管板块，建议关注储备面积较大和现金充裕的碧桂园服务(6098.HK)、绿城服务(2869.HK)、恒大物业(6666.HK)、雅生活服务(3319.HK)、华润万象生活(1209.HK)、融创服务(1516.HK)、世茂服务(0873.HK)。

物管公司 2020 年上半年经营及市场表现回顾《疫情拖累上半年行业增速，预期下半年恢复高速增长》- 20200915

物管行业 2020 年下半年投资展望《疫情防控常态化下的投资优选》- 20200629

中国物管行业系统报告三《物管公司 2019 年经营及市场表现回顾》- 20200512

中国物管行业系统报告二：《市场规模将突破万亿，多业态、智慧化呈行业新趋势》- 20200327

中国物管行业系统报告一：《行业马太效应显著，赴港上市渐成潮流》- 20200228

分析员

姓名：高景东

中央编号：AYP093

电话：+852-2501 1037

电邮：tony.ko@ssif.com.hk

1. 物管企业赴港上市潮持续

2021年以来，物管企业赴港上市潮仍持续。截止2021年3月底，再有3家物管企业赴港上市，带动在港上市物管企业数量进一步上升至40家。其中，37家均是有关连开发商背景的，而3家则是独立物管企业。

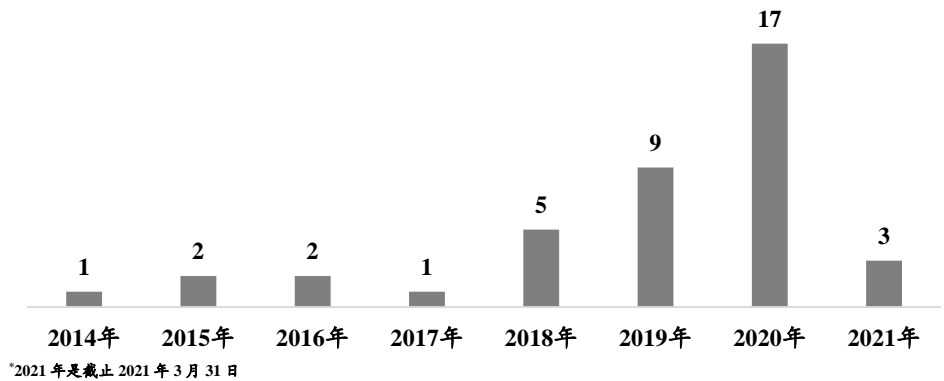
图表1：香港上市主要物管企业简介

公司名称	上市时间	主要经营地	关连发展商名称	2020年百强排名	2021年百强排名
彩生活(1778.HK)	30/6/2014	全国性	花样年	6	7
中海物业(2669.HK)	23/10/2015	全国性	中国海外发展		8
中奥到家(1538.HK)	25/11/2015	杭州		15	15
绿城服务(2869.HK)	12/7/2016	全国性	绿城中国	2	3
祈福生活服务(3686.HK)	8/11/2016	番禺			
浦江中国(1417.HK)	11/12/2017	上海			
雅生活服务(3319.HK)	9/2/2018	全国性	雅居乐、绿地	4	4
碧桂园服务(6098.HK)	19/6/2018	全国性	碧桂园	1	1
新城悦服务(1755.HK)	6/11/2018	长三角	新城控股	11	11
佳兆业美好(2168.HK)	6/12/2018	深圳	佳兆业	11	12
永升生活服务(1995.HK)	17/12/2018	上海	旭辉	12	11
滨江服务(3316.HK)	15/3/2019	杭州	滨江	26	17
奥园健康(3662.HK)	18/3/2019	广东省	中国奥园	15	14
和泓服务(6093.HK)	12/7/2019	北京	和泓置业	40	38
鑫苑服务(1895.HK)	11/10/2019	河南	鑫苑地产		15
蓝光嘉宝服务(2606.HK)	18/10/2019	四川	蓝光发展	11	11
银城生活服务(1922.HK)	6/11/2019	南京	银城	24	18
保利物业(6049.HK)	19/12/2019	全国性	保利地产	3	5
时代邻里(9928.HK)	19/12/2019	广东省	时代中国	12	12
宝龙商业(9909.HK)	30/12/2019	长三角	宝龙地产		
兴业物联(9916.HK)	9/3/2020	河南省	正商	60	49
烨星集团(1941.HK)	13/3/2020	北京	鸿坤	44	40
建业新生活(9983.HK)	15/5/2020	河南省	建业地产	12	11
金融街物业(1502.HK)	6/7/2020	北京	金融街集团	16	16
弘阳服务(1971.HK)	7/7/2020	南京	弘阳地产	25	19
正荣服务(6958.HK)	10/7/2020	长三角	正荣地产	19	18
卓越商企服务(6989.HK)	19/10/2020	广东省	卓越	14	14
第一服务(2107.HK)	22/10/2020	湖南省	当代置业	31	23
世茂服务(0873.HK)	30/10/2020	全国性	世茂	12	
合景悠活(3913.HK)	30/10/2020	广东省	合景泰富	17	15
金科服务(9666.HK)	17/11/2020	全国性	金科	10	10
融创服务(1516.HK)	19/11/2020	全国性	融创中国		6
恒大物业(6666.HK)	2/12/2020	全国性	恒大	5	2
佳源服务(1153.HK)	9/12/2020	长三角	佳源	35	29
华润万象生活(1209.HK)	9/12/2020	全国性	华润	11	10
远洋服务(6677.HK)	17/12/2020	京津冀	远洋	13	12
建发物业(2156.HK)	31/12/2020	厦门	建发	36	32
荣万家(2146.HK)	15/1/2021	环渤海	荣盛发展	19	17
宋都服务(9608.HK)	18/1/2021	杭州	宋都股份	56	49
星盛商业(6668.HK)	26/1/2021	深圳	星河控股		

数据来源：港交所、公司招股文件及公告、中指院、房天下、山证国际研究部整理

2020年，物管行业迎来IPO高峰，全年总共有17家物管赴港上市，较2019年的9家接近翻倍。

图表 2：2014-2021 年^{*}，香港上市主要物管企业上市数量



数据来源：港交所、公司招股文件及公告、山证国际研究部整理

以2020年底在管面积划分，香港上市物管企业大概可以分为大型、中型和小型三大组别，分别代表在管面积已超越亿、千万和百万平方米。当前，除了浦江中国(1417.HK)和鑫苑服务(1895.HK)没有公布相关数据外，大型、中型和小型香港上市物管企业的数量分别为15、18及5家。

图表 3：香港上市主要物管企业按2020年底在管规模划分的三个组别

大型(亿级组别)	中型(千万级组别)	小型(百万级组别)
<ul style="list-style-type: none"> • 保利物业(6049.HK) • 碧桂园服务(6098.HK) • 雅生活服务(3319.HK) • 彩生活(1778.HK) • 恒大物业(6666.HK) • 绿城服务(2869.HK) • 中海物业(2669.HK) • 金科服务(9666.HK) • 世茂服务(0873.HK) • 融创服务(1516.HK) • 蓝光嘉宝服务(2606.HK) • 华润万象生活(1209.HK) • 永升生活服务(1995.HK) • 新城悦服务(1755.HK) • 建业新生活(9983.HK) 	<ul style="list-style-type: none"> • 时代邻里(9928.HK) • 中奥到家(1538.HK) • 荣万家(2146.HK) • 佳兆业美好(2168.HK) • 远洋服务控股(6677.HK) • 奥园健康(3662.HK) • 合景悠活(3913.HK) • 正荣服务(6958.HK) • 银城生活服务(1922.HK) • 卓越商企服务(6989.HK) • 佳源服务(1153.HK) • 弘阳服务(1971.HK) • 建发物业(2156.HK) • 金融街物业(1502.HK) • 宝龙商业(9909.HK) • 滨江服务(3316.HK) • 第一服务(2107.HK) • 和泓服务(6093.HK) 	<ul style="list-style-type: none"> • 祈福生活服务(3686.HK) • 宋都服务(9608.HK) • 烨星集团(1941.HK) • 星盛商业(6668.HK) • 兴业物联(9916.HK)

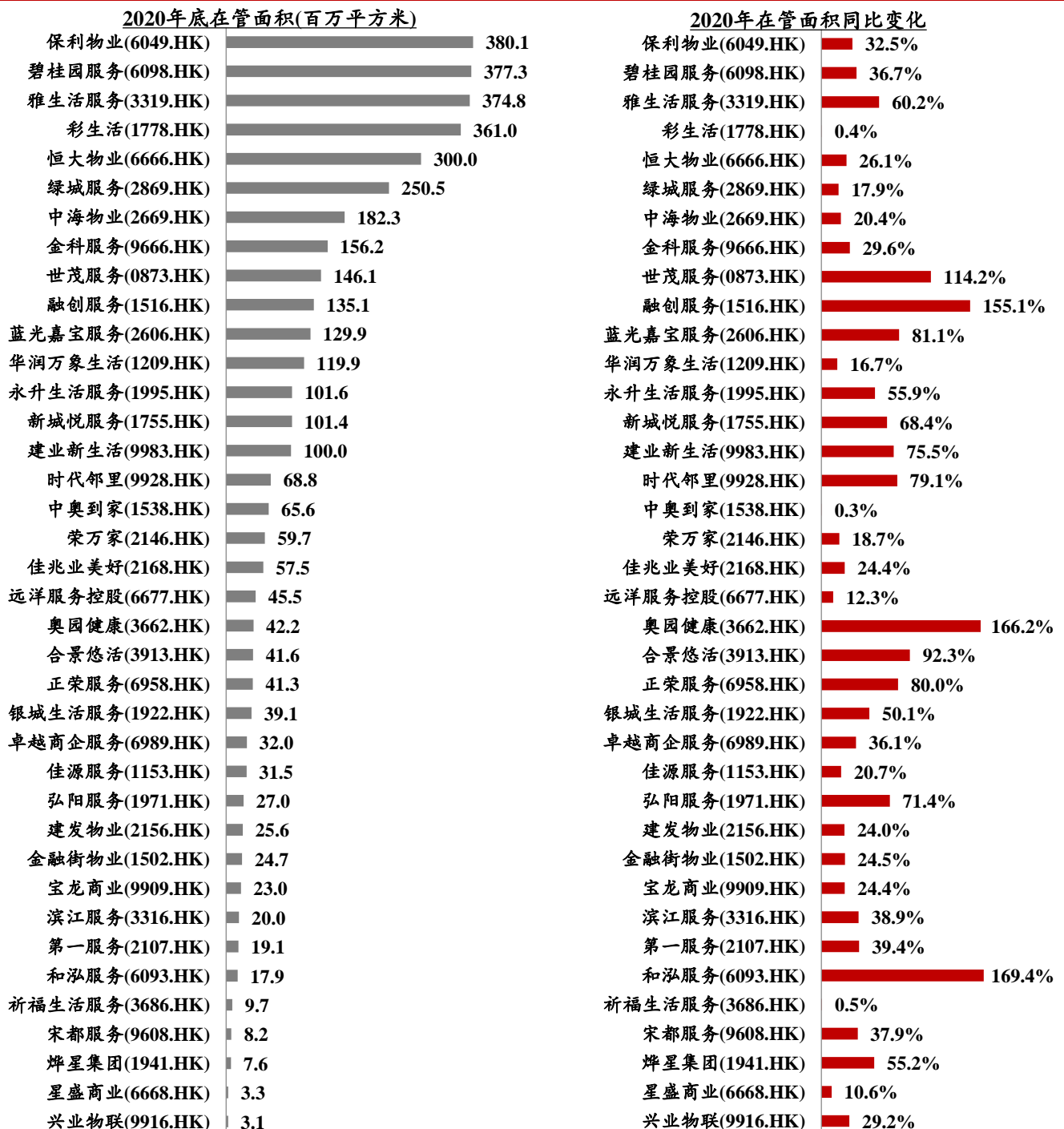
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

2. 管理规模

2.1 在管面积同比平均增长接近 50%

38 家有公布在管规模数据的上市物管企业 2020 年在管面积均录得正增长，行业平均同比增幅达~49.9%，当中 15 家同比增幅逾行业均值。

图表 4：香港上市主要物管企业 2020 年在管面积和同比变化



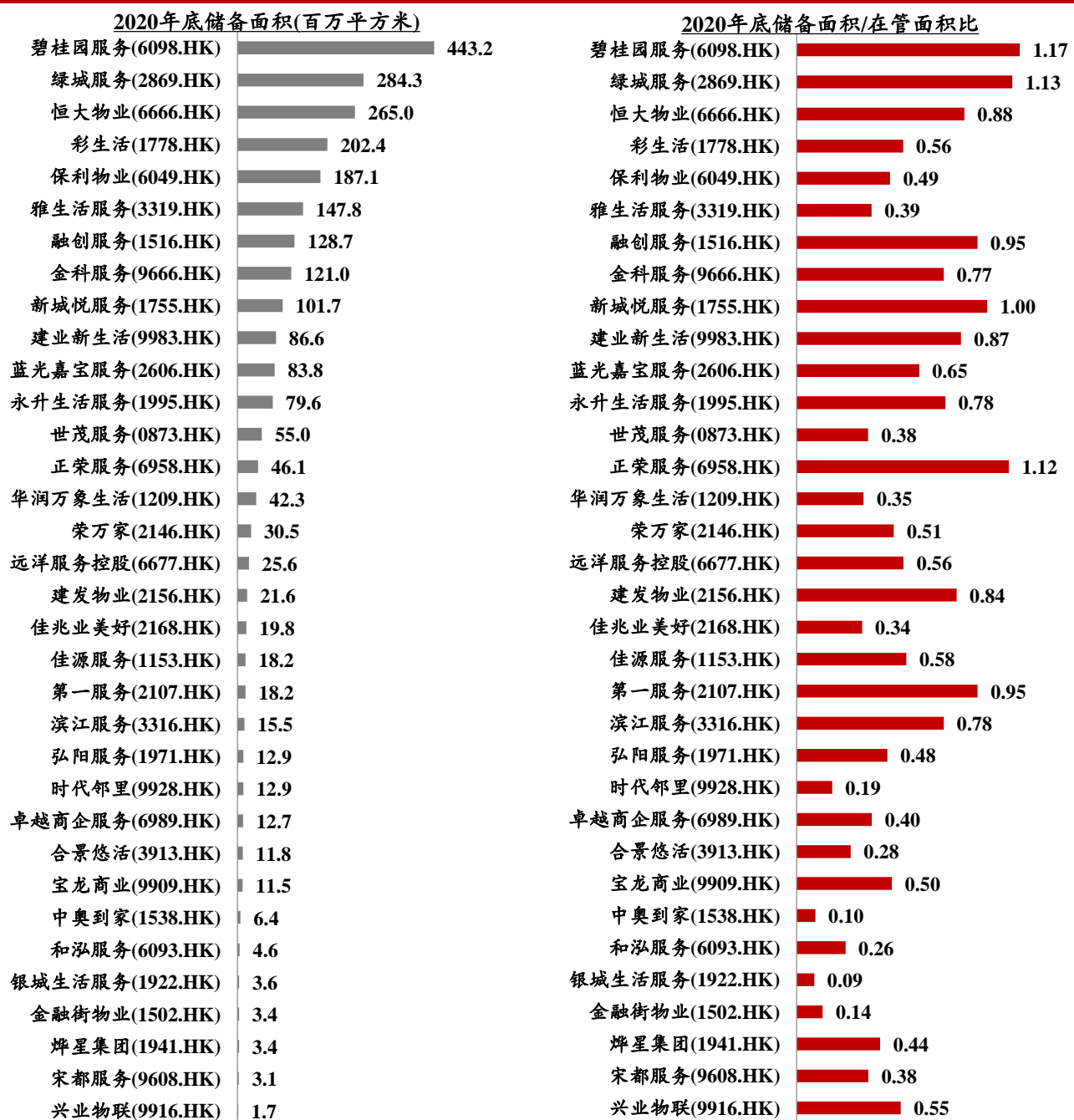
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

2.2 储备面积超越1亿平方米之物管企业共有9家

于2020年12月31日，在34家有公布储备面积相关数据的上市物管企业中，9家物管企业储备面积超越1亿平方米。

其中，碧桂园服务和绿城服务储备面积/在管面积比均大于1，分别约达1.17和1.13，表示相关物管企业未来在管规模在不需要新增合约管理面积下仍可以实现翻倍，未来管理面积增长能见度高。

图表5：香港上市主要物管企业2020年底储备面积和储备面积/在管面积比



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.3 物管企业 2020 年积极拓展多元业态

2020 年，物管企业除了接管母公司新交付的物业之外，主要也透过收并购和外拓手段在扩大管理规模的同时，也进一步丰富其管理业态，藉以提升非住宅(包括学校、医院、产业等)在管面积占比，有助业务发展较为均衡。

于 2020 年 12 月 31 日，在 26 家有公布住宅和非住宅在管面积相关数据的上市物管企业中，15 家物管企业非住宅在管面积占比录得提升，行业相关占比平均值和中位数分别达~30.1%和~26.0%，较 2019 年~26.2%和~20.2%提升约 3.9 和 5.8 个百分点。

其中，2020 年非住宅在管面积占比提升幅度排名前三的是世茂服务、雅生活服务和合景悠活，分别由 2019 年~4.2%、~41.1%和~15.1%上升至~40.5%、~59.6%和~29.9%。

图表 6: 香港上市主要物管企业 2020 年和 2019 年住宅和非住宅在管面积占比

公司名称	2020年		2019年	
	住宅占比	非住宅占比	住宅占比	非住宅占比
中奥到家(1538.HK)	89.5%	10.5%	88.2%	11.8%
绿城服务(2869.HK)	78.1%	21.9%	78.8%	21.2%
祈福生活服务(3686.HK)	71.4%	28.6%	68.8%	31.2%
雅生活服务(3319.HK)	40.4%	59.6%	58.9%	41.1%
佳兆业美好(2168.HK)	73.9%	26.1%	73.1%	26.9%
永升生活服务(1995.HK)	71.4%	28.6%	80.8%	19.2%
滨江服务(3316.HK)	84.5%	15.2%	85.7%	14.1%
和泓服务(6093.HK)	93.6%	6.2%	117.3%	6.8%
银城生活服务(1922.HK)	78.2%	21.8%	81.1%	18.9%
保利物业(6049.HK)	44.1%	55.9%	48.4%	51.6%
时代邻里(9928.HK)	32.4%	67.6%	37.3%	62.7%
宝龙商业(9909.HK)	62.6%	37.4%	62.2%	37.8%
焯星集团(1941.HK)	85.3%	14.7%	83.8%	16.2%
建业新生活(9983.HK)	58.9%	41.1%	69.8%	30.2%
金融街物业(1502.HK)	48.6%	51.4%	44.7%	55.3%
弘阳服务(1971.HK)	85.2%	14.8%	76.6%	23.4%
正荣服务(6958.HK)	56.0%	44.0%	63.8%	36.2%
卓越商企服务(6989.HK)	29.7%	70.3%	31.4%	68.6%
世茂服务(0873.HK)	59.5%	40.5%	95.8%	4.2%
合景悠活(3913.HK)	70.1%	29.9%	84.9%	15.1%
金科服务(9666.HK)	83.2%	16.8%	87.9%	12.1%
融创服务(1516.HK)	77.5%	22.5%	84.6%	15.4%
远洋服务控股(6677.HK)	86.1%	13.9%	89.7%	10.3%
建发物业(2156.HK)	90.4%	9.6%	86.7%	13.3%
荣万家(2146.HK)	92.1%	7.9%	91.8%	8.2%
宋都服务(9608.HK)	73.5%	25.9%	70.7%	29.3%
平均值	69.9%	30.1%	74.7%	26.2%
中位数	73.7%	26.0%	79.8%	20.2%

数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理

2.4 物管企业 2020 年加速扩大业务版图布局

2020 年，物管企业加速扩大业务版图布局。于 2020 年 12 月 31 日，在 25 家有公布在管面积地域性分布相关数据的上市物管企业中，18 家物管企业最大区域/城市在管面积占比录得同比下降，行业相关占比平均值和中位数分别达~50.5%和~46.4%，较 2019 年的~56.2%和~53.5%下降约 5.7 和 7.1 个百分点。

其中，2020 年最大区域/城市在管面积占比下降幅度最大的三家物管企业是时代邻里、新城悦服务和弘阳服务，分别由 2019 年~98.7%、~88.3%和~66.0%下降至~66.1%、60.9%和 45.8%。

此外，部分物管企业 2020 年在管面积最大占比区域/城市也出现变动，例如奥园健康、正荣服务和雅生活服务分别由 2019 年的华南地区、海峡西岸地区和粤港澳大湾区改变为华中及华北地区、长三角地区和长江三角城市群。

图表 7：香港上市主要物管企业 2020 年和 2019 年最大区域/城市在管面积占比

公司名称	2020 年		2019 年	
	最大区域/城市占比	区域/城市	最大区域/城市占比	区域/城市
焯星集团(1941.HK)	82.2%	京津冀地区	83.1%	京津冀地区
银城生活服务(1922.HK)	67.1%	南京	72.4%	南京
时代邻里(9928.HK)	66.1%	大湾区	98.7%	大湾区
中奥到家(1538.HK)	65.6%	华东及华中	64.1%	华东及华中
永升生活服务(1995.HK)	64.9%	东部地区	64.1%	东部地区
新城悦服务(1755.HK)	60.9%	长三角地区	88.3%	长三角地区
滨江服务(3316.HK)	60.4%	杭州	64.4%	杭州
荣万家(2146.HK)	59.3%	环渤海经济圈	57.0%	环渤海经济圈
绿城服务(2869.HK)	59.2%	大杭州和长三角地区	59.9%	大杭州和长三角地区
建发物业(2156.HK)	54.9%	海西地区	59.3%	海西地区
金科服务(9666.HK)	53.7%	西南地区	51.2%	西南地区
佳兆业美好(2168.HK)	47.9%	长三角地区	45.3%	长三角地区
奥园健康(3662.HK)	46.4%	华中及华北地区	55.1%	华南地区
合景悠活(3913.HK)	46.3%	大湾区	53.5%	大湾区
弘阳服务(1971.HK)	45.8%	南京	66.0%	南京
祈福生活服务(3686.HK)	45.3%	番禺区	45.5%	番禺区
金融街物业(1502.HK)	44.0%	华北地区	48.6%	华北地区
正荣服务(6958.HK)	42.8%	长三角地区	41.5%	海峡西岸地区
蓝光嘉宝服务(2606.HK)	41.9%	四川省	51.8%	四川省
卓越商企服务(6989.HK)	41.8%	大湾区	48.2%	大湾区
星盛商业(6668.HK)	40.7%	大湾区	44.0%	大湾区
雅生活服务(3319.HK)	35.7%	长江三角城市群	28.0%	粤港澳大湾区
和泓服务(6093.HK)	33.0%	西南地区	51.3%	西南地区
远洋服务控股(6677.HK)	30.5%	京津冀区域	33.5%	京津冀区域
宝龙商业(9909.HK)	26.7%	长三角地区	30.8%	长三角地区
平均值	50.5%		56.2%	
中位数	46.4%		53.5%	

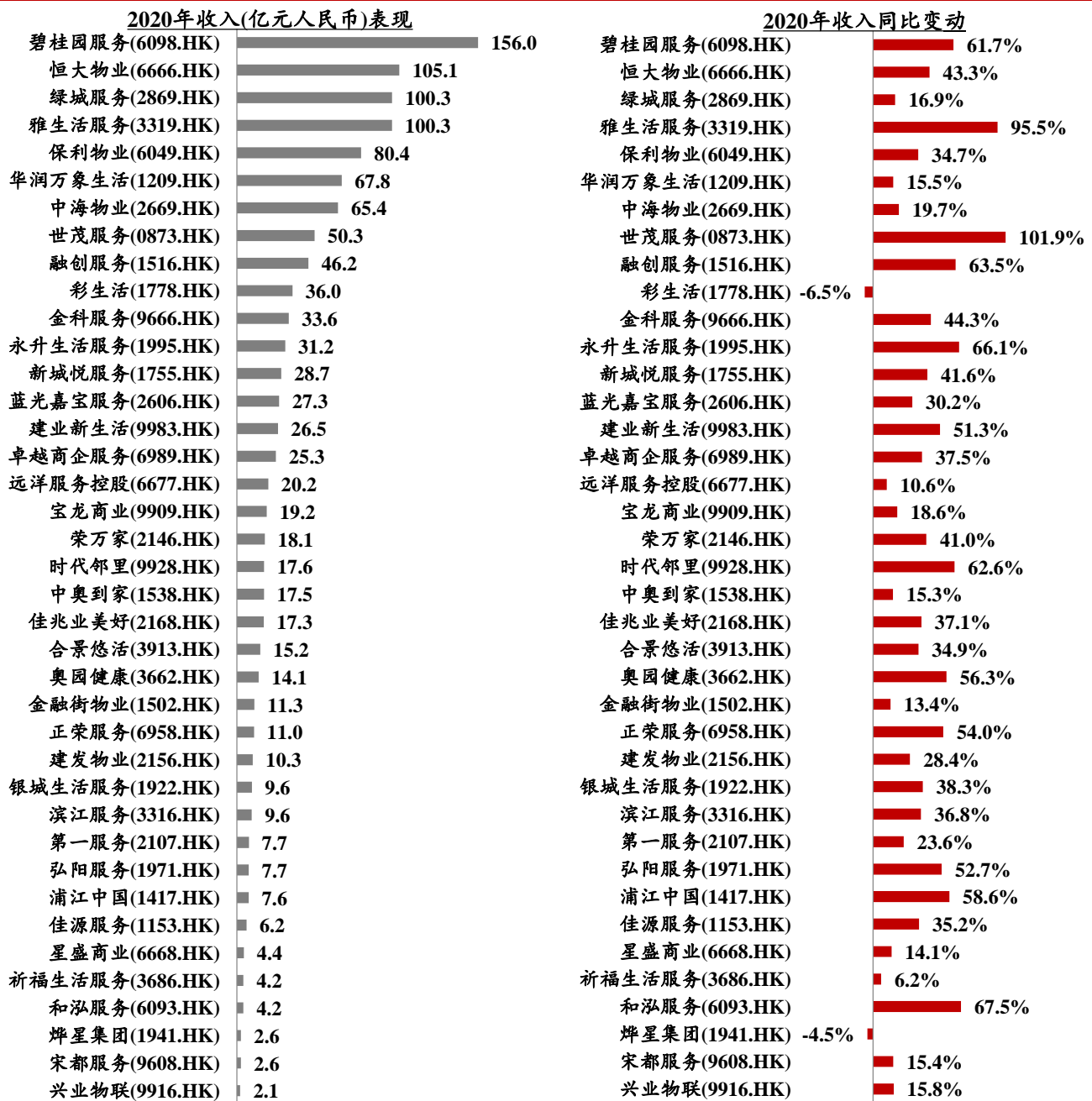
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

3. 收入表现

3.1 总收入同比平均增长 37.2%

2020年，在39家已公布业绩的上市物管企业中，37家物管企业收入同比录得正增长，行业同比增幅平均值和中位数分别达~37.2%和~36.8%。其中，18家物管企业收入增长高于行业均值，而增幅排名前三的分别是世茂服务(+101.9%)、雅生活服务(+95.5%)以及和泓服务(+67.5%)。

图表 8：香港上市主要物管企业 2020 年总收入和同比变化



*中海物业(2669.HK)货币是以港元计算

数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

3.2 业主增值服务收入增速最为显著

香港上市物管企业主要收入贡献仍来自物管服务。38家上市物管企业2020年物业管理服务收入平均占比达~61.5%。

另一方面，38家物管企业2020年业主增值服务收入平均占比由2019年~14.4%上升至~15.8%。其中，相关收入占比最大前三物管企业分别是祈福生活服务(~81.8%)、世茂服务(~31.8%)和永升生活服务(~25.3%)。

图表9：香港上市主要物管企业2020年各业务收入占比

公司名称	物管服务	非业主增值服务	业主增值服务	其他
彩生活(1778.HK)	89.5%	1.8%	7.1%	1.5%
华润万象生活(1209.HK)	85.8%	8.5%	5.7%	
卓越商企服务(6989.HK)	83.6%		14.2%	2.2%
佳源服务(1153.HK)	82.5%	11.8%	5.6%	
银城生活服务(1922.HK)	80.2%		19.7%	
宝龙商业(9909.HK)	74.9%	21.4%	3.8%	
中海物业(2669.HK)	74.2%	17.9%	7.6%	0.3%
兴业物联(9916.HK)	74.1%		3.3%	22.6%
焯星集团(1941.HK)	73.4%	17.5%	9.1%	
金融街物业(1502.HK)	73.0%		24.5%	2.5%
中奥到家(1538.HK)	70.9%	15.9%	4.8%	8.5%
浦江中国(1417.HK)	67.3%			32.7%
远洋服务控股(6677.HK)	66.2%	18.2%	15.6%	
碧桂园服务(6098.HK)	65.0%	8.8%	11.1%	15.1%
雅生活服务(3319.HK)	64.7%	24.8%	10.5%	
弘阳服务(1971.HK)	64.6%	21.0%	14.4%	
绿城服务(2869.HK)	64.1%	14.2%	21.7%	
和泓服务(6093.HK)	62.4%	19.1%	18.5%	
保利物业(6049.HK)	61.6%	16.7%	21.8%	
金科服务(9666.HK)	60.3%	26.1%	12.2%	1.4%
恒大物业(6666.HK)	60.2%	27.8%	12.0%	
融创服务(1516.HK)	60.0%	36.2%	3.8%	
奥园健康(3662.HK)	59.1%	29.0%	10.5%	1.4%
合景悠活(3913.HK)	58.7%	18.7%	22.6%	
滨江服务(3316.HK)	57.7%	32.5%	9.8%	
时代邻里(9928.HK)	57.4%	24.0%	10.6%	8.0%
永升生活服务(1995.HK)	56.3%	18.3%	25.3%	
建发物业(2156.HK)	56.2%	32.0%	11.7%	
蓝光嘉宝服务(2606.HK)	54.6%	22.6%	22.8%	
世茂服务(0873.HK)	54.0%	14.2%	31.8%	
宋都服务(9608.HK)	49.9%	26.9%	16.5%	6.6%
荣万家(2146.HK)	49.7%	39.5%	10.8%	
佳兆业美好(2168.HK)	45.9%	36.0%	7.8%	10.3%
正荣服务(6958.HK)	44.1%	37.7%	18.2%	
新城悦服务(1755.HK)	43.8%	25.3%	17.4%	13.6%
第一服务(2107.HK)	41.7%	18.1%	15.2%	25.1%
建业新生活(9983.HK)	32.4%	26.9%	23.5%	17.2%
祈福生活服务(3686.HK)	18.2%		81.8%	

数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

业主增值服务收入增速最为显著。38家物管企业2020年业主增值服务收入增速中位数达~50.2%，明显高于物管服务(~34.0%)、非业主增值服务(~33.1%)和其他业务(~23.6%)，反映物管企业加大力度拓展增值服务相关业务和部分非业主增值服务受到疫情影响增速有所减缓。

此外，10家物管企业业主增值服务收入增速均实现翻倍，主要反映相关企业在管规模扩大、业务并购、服务用户数量大幅增长和推出多样化产品导致渗透率不断提升所致。

图表 10：香港上市主要物管企业 2020 年各业务收入同比变化

公司名称	物管服务	非业主增值服务	业主增值服务	其他
融创服务(1516.HK)	141.6%	6.4%	65.2%	
雅生活服务(3319.HK)	129.1%	37.5%	116.9%	
世茂服务(0873.HK)	126.1%	11.2%	146.8%	
永升生活服务(1995.HK)	64.2%	76.1%	63.8%	-25.5%
碧桂园服务(6098.HK)	61.7%	-3.7%	100.1%	117.0%
和泓服务(6093.HK)	54.0%	208.2%	42.5%	
奥园健康(3662.HK)	51.0%	53.2%	120.8%	22.1%
时代邻里(9928.HK)	48.9%	53.3%	135.2%	187.5%
新城悦服务(1755.HK)	47.8%	11.9%	118.6%	29.8%
建业新生活(9983.HK)	45.2%	54.1%	118.9%	10.3%
正荣服务(6958.HK)	42.2%	58.4%	79.7%	
佳兆业美好(2168.HK)	41.9%	33.3%	11.4%	56.8%
弘阳服务(1971.HK)	39.9%	32.8%	310.9%	
银城生活服务(1922.HK)	39.6%		33.1%	
佳源服务(1153.HK)	38.8%	7.8%	59.6%	
金科服务(9666.HK)	38.1%	46.9%	72.3%	77.6%
恒大物业(6666.HK)	37.1%	36.1%	120.6%	
滨江服务(3316.HK)	34.7%	39.2%	41.8%	
宋都服务(9608.HK)	34.0%	34.1%	-22.2%	-18.1%
卓越商企服务(6989.HK)	33.9%		76.0%	-0.9%
祈福生活服务(3686.HK)	32.1%		1.7%	
蓝光嘉宝服务(2606.HK)	30.9%	20.7%	39.0%	
合景悠活(3913.HK)	30.0%	16.7%	74.1%	
保利物业(6049.HK)	28.7%	38.5%	51.5%	
荣万家(2146.HK)	27.7%	65.4%	32.7%	
宝龙商业(9909.HK)	19.0%	13.6%	44.4%	
建发物业(2156.HK)	18.9%	40.4%	50.2%	
中海物业(2669.HK)	18.2%	27.8%	15.2%	100.6%
绿城服务(2869.HK)	17.9%	17.3%	13.8%	
第一服务(2107.HK)	17.9%	38.8%	21.1%	25.2%
华润万象生活(1209.HK)	14.9%	13.0%	30.5%	
兴业物联(9916.HK)	11.9%		-13.1%	38.2%
远洋服务控股(6677.HK)	9.8%	-1.3%	33.2%	
中奥到家(1538.HK)	9.1%	23.0%	164.5%	20.7%
浦江中国(1417.HK)	6.8%			
金融街物业(1502.HK)	6.3%		40.9%	19.9%
焯星集团(1941.HK)	1.4%	-28.5%	16.1%	
彩生活(1778.HK)	1.0%	-57.5%	-36.1%	-45.6%

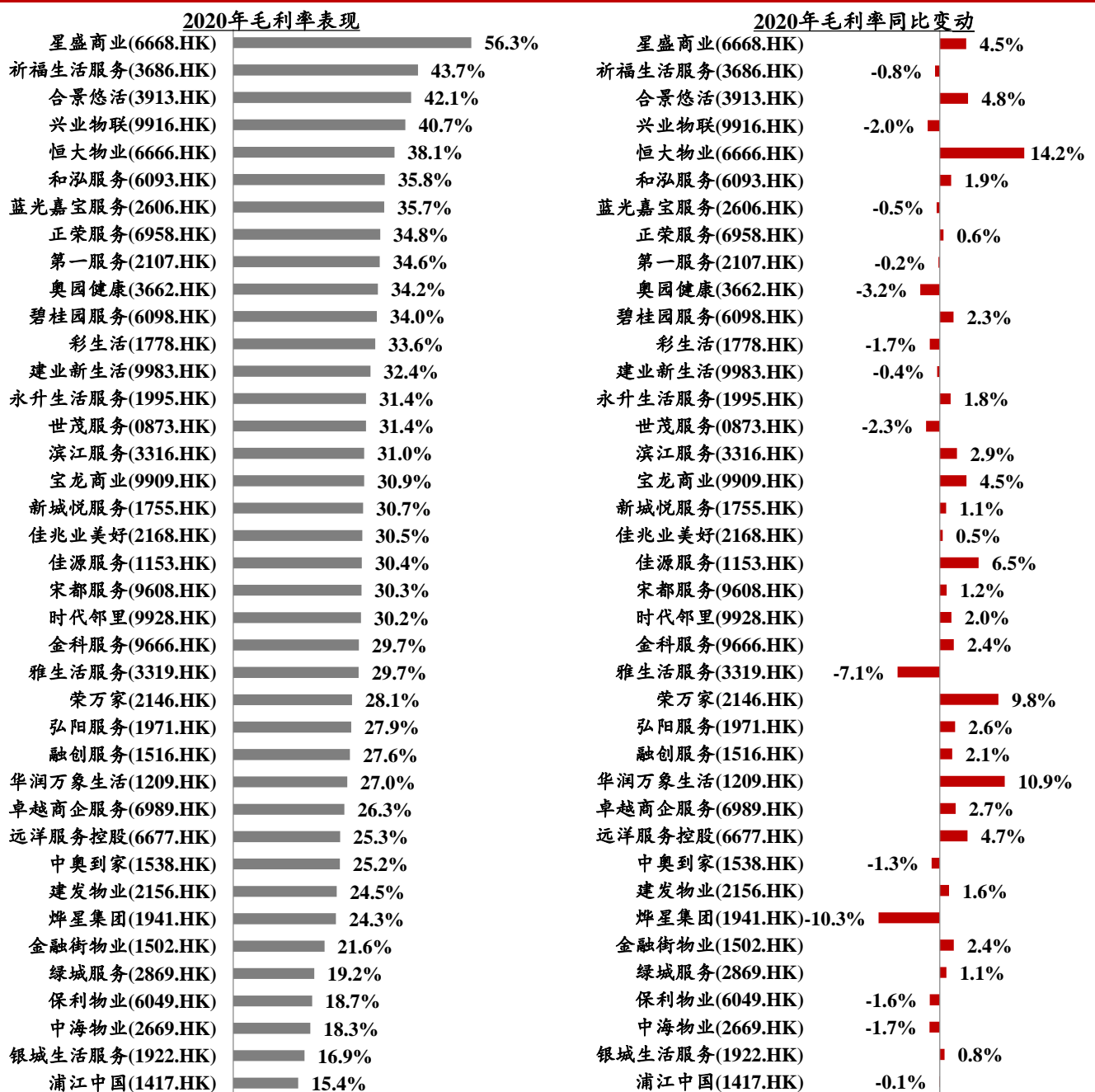
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

4. 盈利表现

4.1 物管企业之间毛利率表现较为分化

39家物管企业2020年毛利率中位数由2019年~28.2%上升至~30.4%。其中，25家物管企业毛利率同比录得上升，而下跌的则有14家。其中，毛利率排名前三的物企分别是星盛商业(~56.3%)、祈福生活服务(~43.7%)、合景悠活(~42.1%)，主要原因是其高毛利业态或业务收入占比较大所致。

图表 11: 香港上市主要物管企业 2020 年毛利率表现和同比变动



数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理

物管企业之间毛利率表现较为分化。2020年，毛利率同比改善幅度最为显著的前三家物管企业是恒大物业、华润万象生活、荣万家，其毛利率分别由2019年~23.9%、~16.1%、~18.2%提升约14.2、10.9、9.8个百分点至~38.1%、~27.0%、~28.1%，主要反映(i)较高物业费率项目数目增加；(ii)有效的成本控制；(iii)毛利率相对较高的业务占比提升。

此外，毛利率同比下跌幅度最为明显的三家物管企业则是焯星集团、雅生活服务、奥园健康，其毛利率分别由2019年~34.5%、~36.7%、~37.4%下跌约10.3、7.1、3.2个百分点至~24.3%、~29.7%、~34.2%。其中，雅生活服务和奥园健康毛利率下跌主要原因是其年内透过并购大幅增加第三方项目在管面积(相对已在管之项目的毛利率较低)所致。

在27家有公布在管面积按项目来源分布数据的物管企业中，奥园健康、世茂服务和雅生活服务2020年第三方在管面积占比较2019年增加幅度排名第一、第二和第五，而同期毛利率则同比下跌~2.3%至~7.1%。

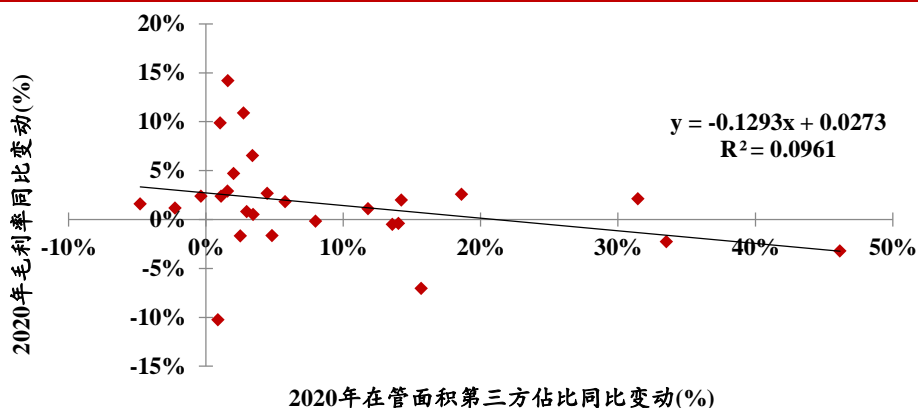
图表 12：香港上市主要物管企业 2020 年与 2019 年在管面积按项目来源之分布情况和毛利率对比

公司名称	2020年在管面积占比		2019年在管面积占比		2020年在管面积 第三方占比 同比变动	2020年 毛利率	2019年 毛利率	2020年 毛利率 同比变动
	关连方	第三方	关连方	第三方				
奥园健康(3662.HK)	46.4%	53.6%	92.6%	7.4%	46.2%	34.2%	37.4%	-3.2%
世茂服务(0873.HK)	35.2%	64.8%	68.8%	31.2%	33.5%	31.4%	33.7%	-2.3%
融创服务(1516.HK)	67.9%	32.1%	99.4%	0.6%	31.4%	27.6%	25.5%	2.1%
弘阳服务(1971.HK)	43.2%	56.8%	61.8%	38.2%	18.6%	27.9%	25.3%	2.6%
雅生活服务(3319.HK)	19.7%	80.3%	35.3%	64.7%	15.7%	29.7%	36.7%	-7.1%
时代邻里(9928.HK)	31.0%	69.0%	45.2%	54.8%	14.2%	30.2%	28.2%	2.0%
建业新生活(9983.HK)	54.9%	45.1%	68.9%	31.1%	14.0%	32.4%	32.8%	-0.4%
蓝光嘉宝服务(2606.HK)	27.0%	73.0%	40.6%	59.4%	13.6%	35.7%	36.2%	-0.5%
新城悦服务(1755.HK)	59.3%	40.7%	71.1%	28.9%	11.8%	30.7%	29.6%	1.1%
第一服务(2107.HK)	55.8%	44.2%	63.8%	36.2%	8.0%	34.6%	34.8%	-0.2%
永升生活服务(1995.HK)	21.4%	78.6%	27.1%	72.9%	5.8%	31.4%	29.6%	1.8%
保利物业(6049.HK)	40.1%	59.9%	44.9%	55.1%	4.8%	18.7%	20.3%	-1.6%
卓越商企服务(6989.HK)	38.7%	61.3%	43.2%	56.8%	4.5%	26.3%	23.6%	2.7%
佳兆业美好(2168.HK)	50.1%	49.9%	53.6%	46.4%	3.4%	30.5%	30.0%	0.5%
佳源服务(1153.HK)	66.7%	33.3%	70.1%	29.9%	3.4%	30.4%	23.9%	6.5%
银城生活服务(1922.HK)	17.8%	82.2%	20.8%	79.2%	3.0%	16.9%	16.1%	0.8%
华润万象生活(1209.HK)	77.5%	22.5%	80.2%	19.8%	2.7%	27.0%	16.1%	10.9%
中海物业(2669.HK)	89.4%	10.6%	91.9%	8.1%	2.5%	18.3%	20.0%	-1.7%
远洋服务控股(6677.HK)	70.5%	29.5%	72.5%	27.5%	2.0%	25.3%	20.6%	4.7%
恒大物业(6666.HK)	96.8%	3.2%	98.4%	1.6%	1.6%	38.1%	23.9%	14.2%
滨江服务(3316.HK)	65.3%	34.7%	66.8%	33.2%	1.6%	31.0%	28.1%	2.9%
金科服务(9666.HK)	46.0%	54.0%	47.1%	52.9%	1.1%	29.7%	27.3%	2.4%
荣万家(2146.HK)	98.5%	1.5%	99.5%	0.5%	1.0%	28.1%	18.2%	9.8%
焯星集团(1941.HK)	98.0%	2.0%	98.9%	1.1%	0.9%	24.3%	34.5%	-10.3%
金融街物业(1502.HK)	66.8%	33.2%	66.4%	33.6%	-0.4%	21.6%	19.2%	2.4%
宋都服务(9608.HK)	58.5%	41.5%	56.3%	43.7%	-2.2%	30.3%	29.2%	1.2%
建发物业(2156.HK)	59.2%	40.8%	54.4%	45.6%	-4.8%	24.5%	22.9%	1.6%
平均值	55.6%	44.4%	64.4%	35.6%	8.8%	28.4%	26.8%	1.6%
中位数	55.8%	44.2%	66.4%	33.6%	3.4%	29.7%	27.3%	1.6%

数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

此外，27家物管企业2020年第三方在管面积与毛利率之同比变动相关性约为-0.31，表示两者呈现负相关的表现。

图表 13: 香港上市主要物企 2020 年第三方在管面积与毛利率之同比变动对比



数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理

按业务划分, 香港上市主要物管企业 2020 年物管服务业务毛利率同比改善程度明显大于增值服务和其他业务之表现。

图表 14: 香港上市主要物管企业各业务 2020 年毛利率同比变动

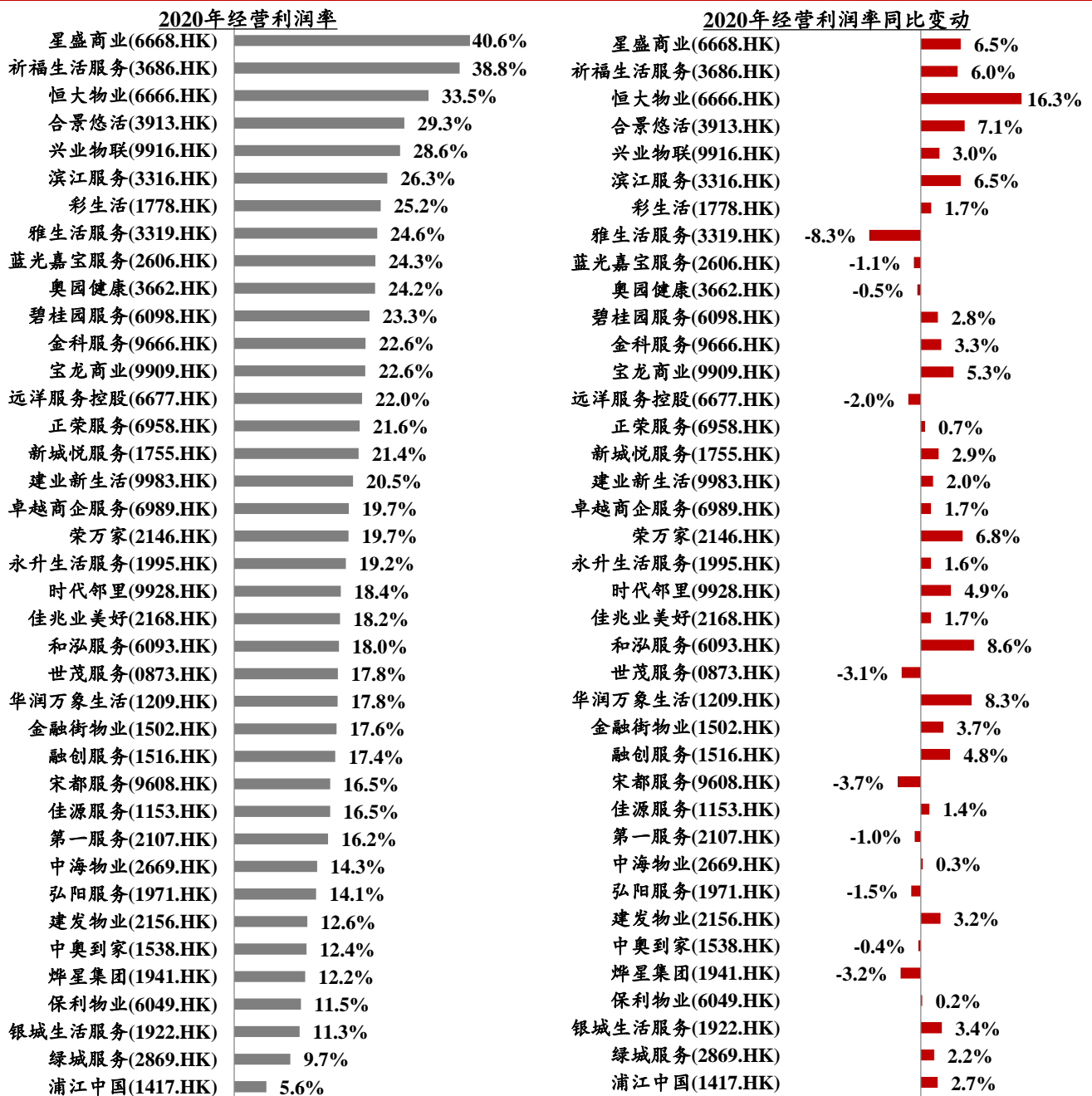
公司名称	物管服务	非业主增值服务	业主增值服务	其他
恒大物业(6666.HK)	15.8%	8.7%	6.1%	
华润万象生活(1209.HK)	12.3%	3.3%	-1.4%	
融创服务(1516.HK)	9.8%	0.7%	11.6%	
荣万家(2146.HK)	7.9%	15.8%	1.2%	
佳源服务(1153.HK)	6.9%	4.2%	5.6%	
金科服务(9666.HK)	4.5%	0.9%	-10.2%	5.2%
远洋服务控股(6677.HK)	4.2%	1.9%	2.8%	
永升生活服务(1995.HK)	3.3%	2.7%	-1.6%	
新城悦服务(1755.HK)	2.7%	1.2%	-13.6%	0.3%
滨江服务(3316.HK)	2.7%	2.1%	4.1%	
时代邻里(9928.HK)	2.4%	1.7%	-4.0%	-1.3%
卓越商企服务(6989.HK)	2.1%		9.4%	-6.5%
建业新生活(9983.HK)	1.9%	-0.9%	-0.5%	-3.1%
绿城服务(2869.HK)	1.4%	0.6%	17.3%	
银城生活服务(1922.HK)	0.8%		1.8%	
中奥到家(1538.HK)	0.6%	-3.6%	-47.9%	1.0%
弘阳服务(1971.HK)	0.3%	0.4%	1.9%	
正荣服务(6958.HK)	0.1%	-1.9%	0.1%	
保利物业(6049.HK)	0.0%	-0.2%	-10.4%	
宋都服务(9608.HK)	0.0%	0.2%	12.3%	-3.3%
中海物业(2669.HK)	-0.1%	-4.7%	-9.9%	-14.3%
和泓服务(6093.HK)	-0.3%	23.9%	-2.5%	
佳兆业美好(2168.HK)	-0.8%	2.6%	2.6%	0.6%
蓝光嘉宝服务(2606.HK)	-1.2%	-1.1%	3.2%	
世茂服务(0873.HK)	-1.9%	-0.2%	-7.4%	
雅生活服务(3319.HK)	-3.5%	-9.7%	-1.3%	
平均值	2.8%	2.0%	-1.2%	-2.4%
中位数	1.6%	0.8%	0.7%	-1.3%

数据来源: 公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

4.2 经营利润率同比有所提升

39 家物管企业 2020 年经营利润率中位数由 2019 年~17.2% 上升至 ~19.2%。同期，经营利润率同比改善幅度最为显著的前三家物管企业是恒大物业、和泓服务、华润万象生活，分别由 2019 年~17.2%、~9.4%、~9.6% 提升约 16.3、8.6、8.3 个百分点至~33.5%、~18.0%、~17.8%。其中，恒大物业和华润万象生活经营利润率上升主要是由毛利率改善所带动；至于和泓服务则因为毛利率提升和上市开支减少所致。

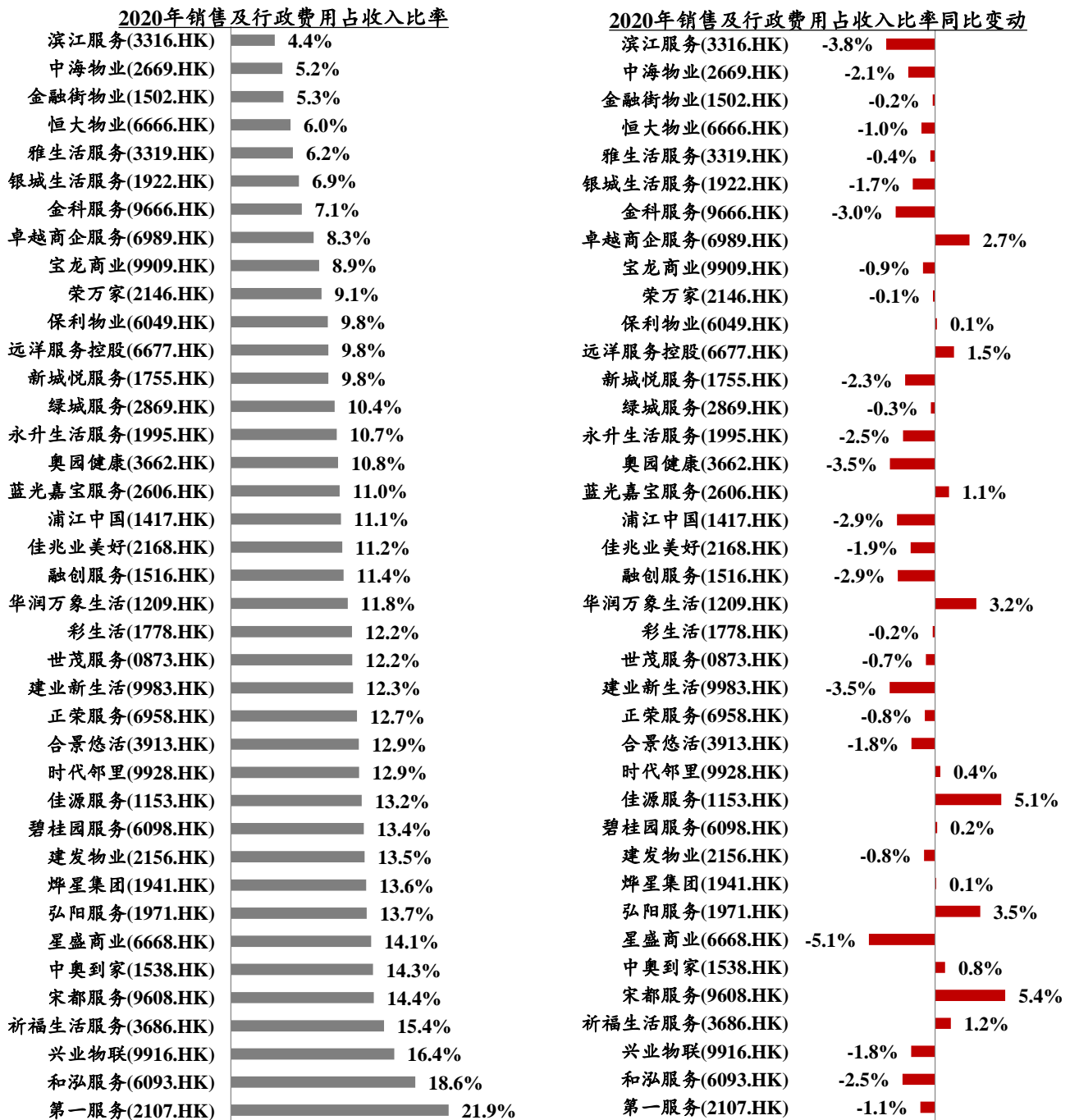
图表 15：香港上市主要物管企业 2020 年经营利润率表现和同比变动



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

物管企业 2020 年整体销售及行政费用管控成效有所提升。39 家物管企业 2020 年销售及行政费用占收入比率中位数由 2019 年~12.4%下降至~11.4%。其中，星盛商业、滨江服务和建业新生活 2020 年相关比率下降幅度最为明显，分别由 2019 年~19.2%、~8.2%和~15.8%下降至~14.1%、~4.4%和~12.3%。

图表 16: 香港上市主要物管企业 2020 年销售及行政费用占收入比率表现和同比变动

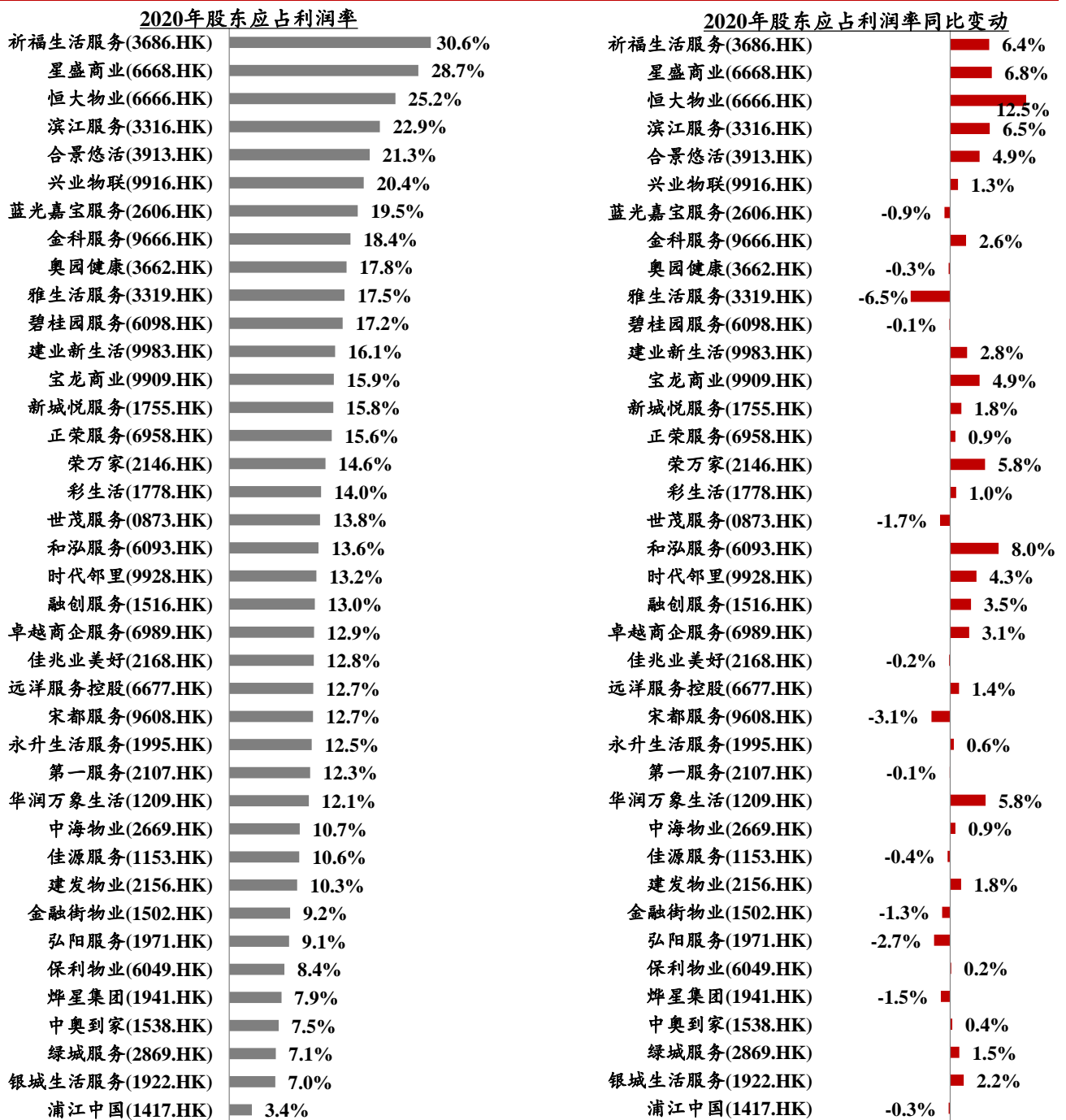


数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理

4.3 股东应占利润率同比也有所提升

39 家已公布业绩的物管企业 2020 年股东应占利润率中位数由 2019 年~11.9% 上升至~13.2%。相关利润率同期改善幅度最为显著的前三家物企是恒大物业、和泓服务、星盛商业，分别由 2019 年的~12.7%、~5.6%、~21.9% 同比提升约 12.5、8.0、6.8 个百分点至~25.2%、~13.6%、~28.7%。

图表 17: 香港上市主要物管企业 2020 年股东应占利润率表现和同比变动

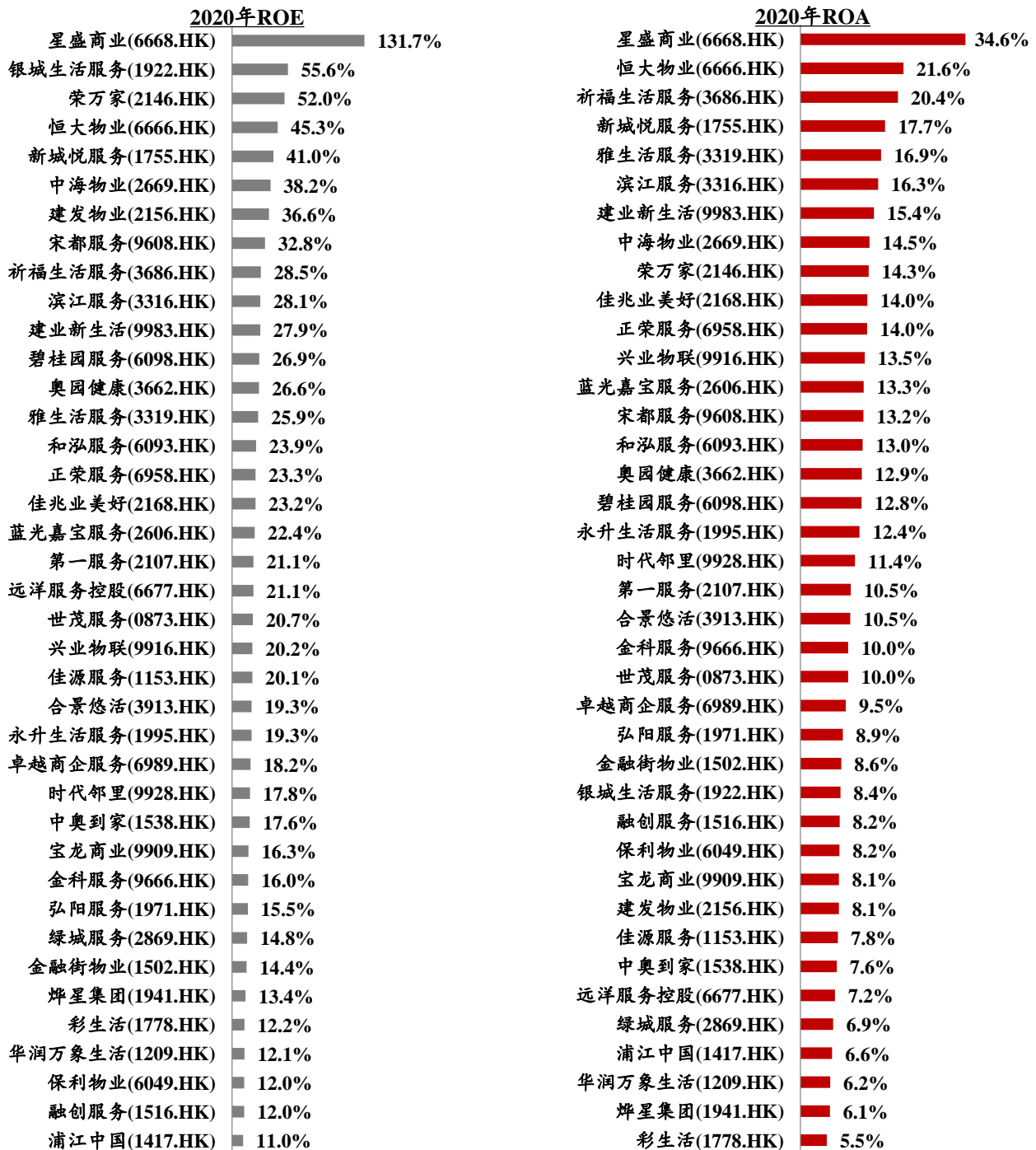


数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理

5. 资产营运效率表现

39家已公布业绩的物管企业2020年ROE和ROA中位数分别为~21.1%和~10.5%。其中，ROA排名前三的物管企业分别是星盛商业(~34.6%)、恒大物业(~21.6%)、祈福生活服务(~20.4%)。

图表 18: 香港上市主要物管企业 2020 年 ROE 和 ROA 表现



*ROE=股东应占利润/最新两年股东应占权益平均值

*ROA=总利润/最新两年总资产平均值

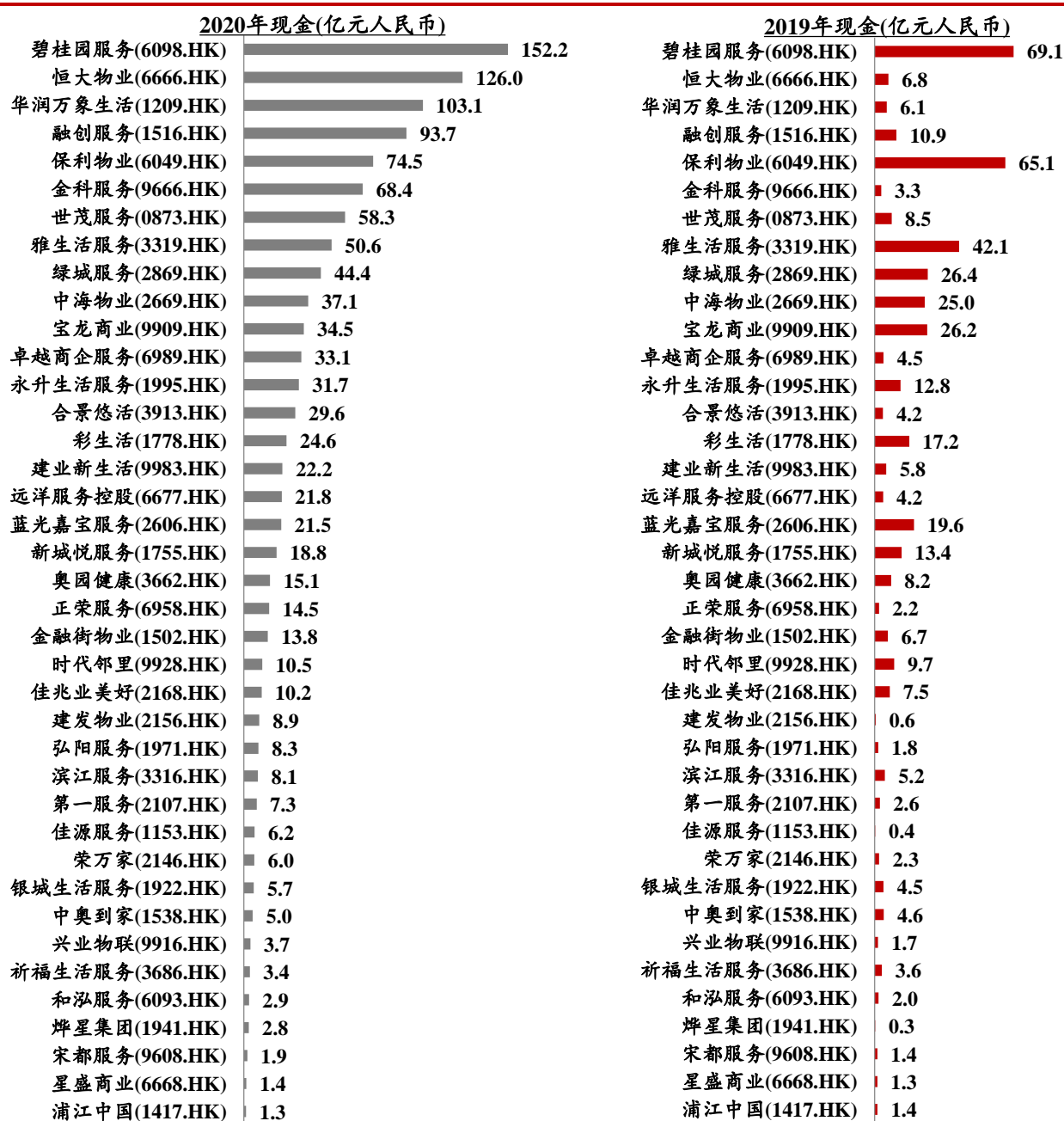
数据来源: 公司公告、山证国际研究部整理

6. 现金水平

在港上市的 39 家已公布业绩的物管企业中，共有 8 家 2020 年底在手现金超越 50 亿元，其中排名前三的是碧桂园服务、恒大物业、华润万象生活，在手现金分别约达 152.2 亿元、126.0 亿元、103.1 亿元。

我们相对看好资产营运效率较佳的碧桂园服务和恒大物业，预期两公司在手现金充裕，将有助其在未来进行更多并购，持续扩大业务版图。

图表 19：香港上市主要物管企业 2020 年和 2019 年现金水平对比



*中海物业(2669.HK)货币是以港元计算

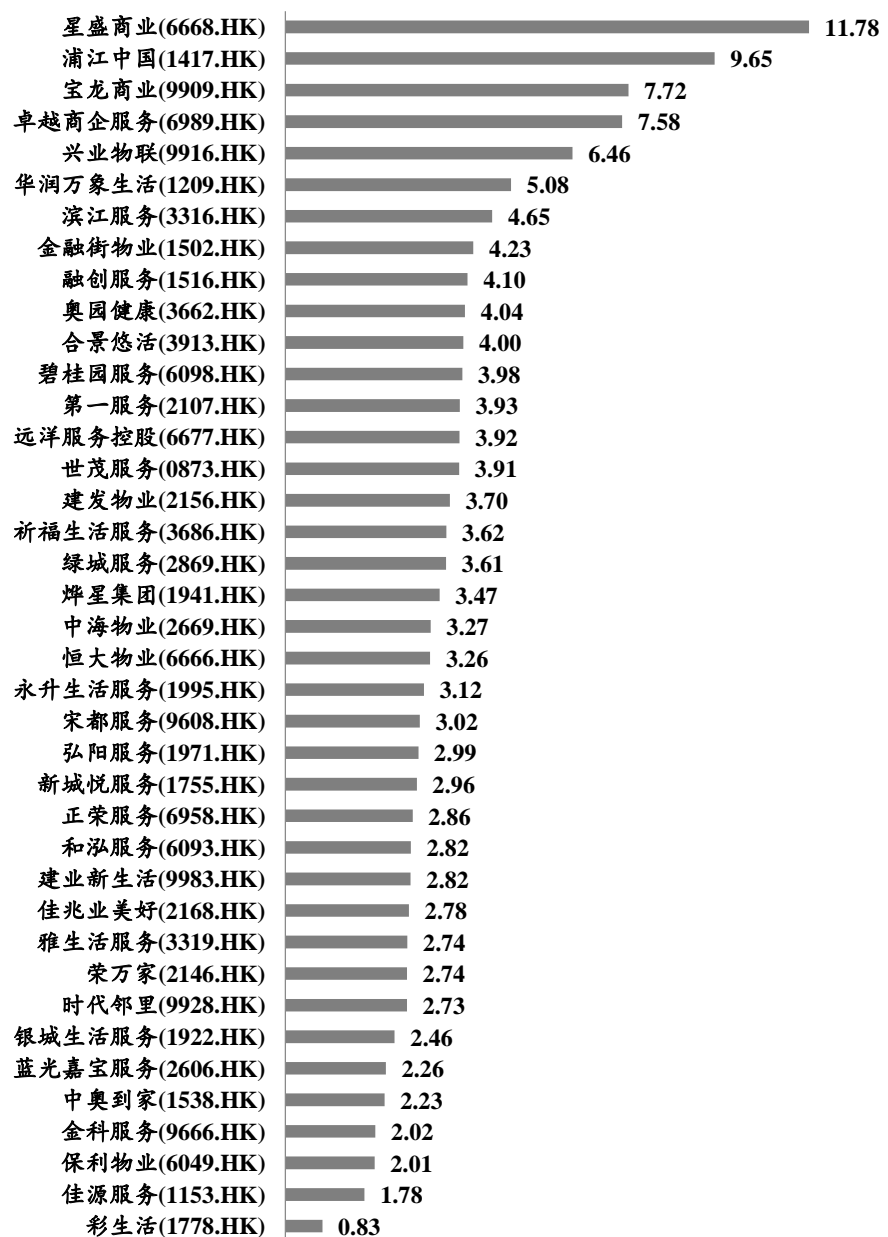
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

7. 坪效表现

在港上市的 39 家已公布业绩的物管企业 2020 年每平方米月均收入中位数约达 3.27 元，其中排名前三的是星盛商业、浦江中国、宝龙商管，每平方米月均收入分别约达 11.78 元、9.65 元、7.72 元。

商业管理组合占比较大的物管企业坪效表现显著优于综合型物企。以星盛商业为例，公司是港股市场唯一一家纯商用物业运营服务供应商，因此其 2020 年每平方米月均收入高于行业中位数超越 2.6 倍。

图表 20：香港上市主要物管企业 2020 年每平方米月均收入(元人民币)

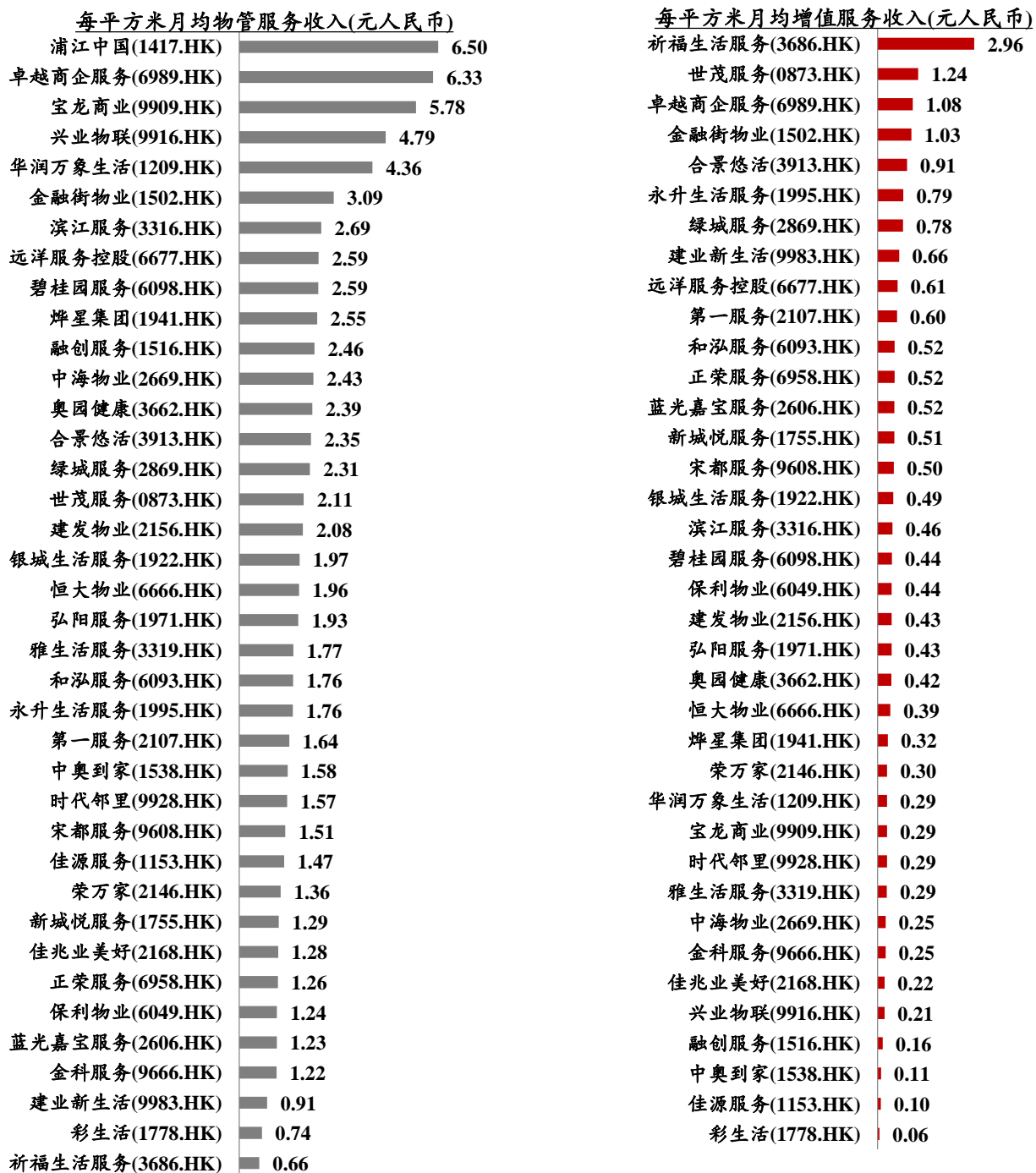


*中海物业(2669.HK)货币是以港元计算；**每平方米月均收入=(总收入/最新两年在管面积平均值)/12

数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

除了星盛商业外，2020年每平方米月均物管服务收入排名前三的是浦江中国、卓越商企服务、宝龙商管，每平方米年度物管服务收入分别约达6.50元、6.33元、5.78元。此外，2020年每平方米月均增值服务收入排名前三的是祈福生活服务、世茂服务、卓越商企服务，每平方米月均增值服务收入分别约达2.96元、1.24元、1.08元。

图表 21：香港上市主要物管企业 2020 年每平方米月均物管服务和增值服务收入(元人民币)



*中海物业(2669.HK)货币是以港元计算

**每平方米月均物管或增值服务收入=(物管或增值服务收入/最新两年在管面积平均值)/12

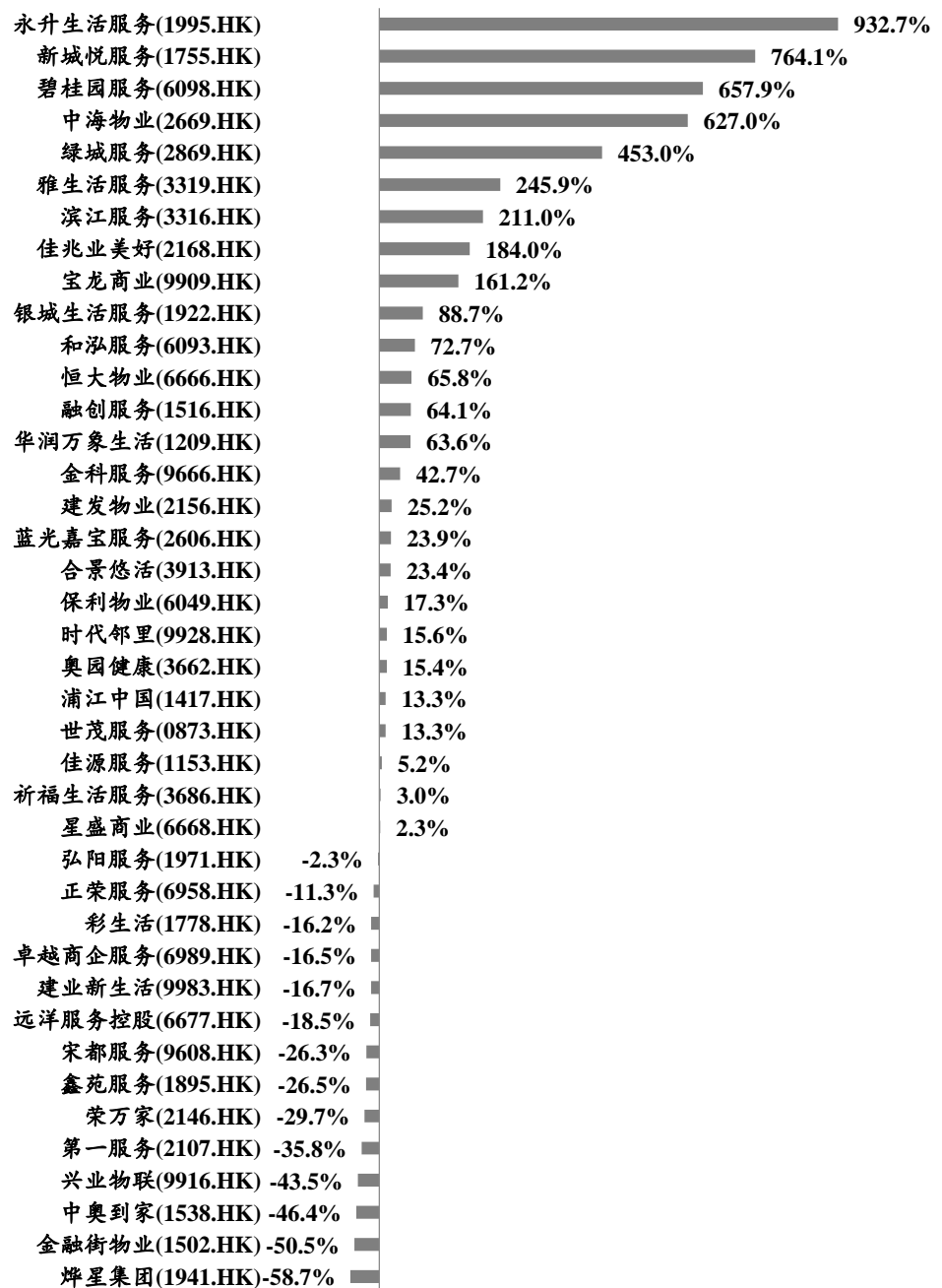
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

8. 股价表现

8.1 “规模效应”是驱动物企股价长期表现的要素

在港上市的 40 家物管企业中，共有 26 家上市首日至 4 月 15 日股价录得升幅，行业股价表现中位数~15.5%。其中，股价升幅最大的三家物管企业是永升生活服务、新城悦服务和碧桂园服务，分别上升~932.7%、~764.1%和~657.9%。

图表 22：香港上市主要物管企业上市首日至 2021 年 4 月 15 日股价表现



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

以香港上市主要物管企业上市首日至 2021 年 4 月 15 日股价表现与相关公司的 2020 年重要财务指标进行相关性分析，结果发现相关公司的长期股价表现与在管面积和储备面积的相关性较高，分别约达 0.34 和 0.37。

图表 23：香港上市主要物管企业上市首日至 2021 年 4 月 15 日股价表现与 2020 年重要财务指标之相关性

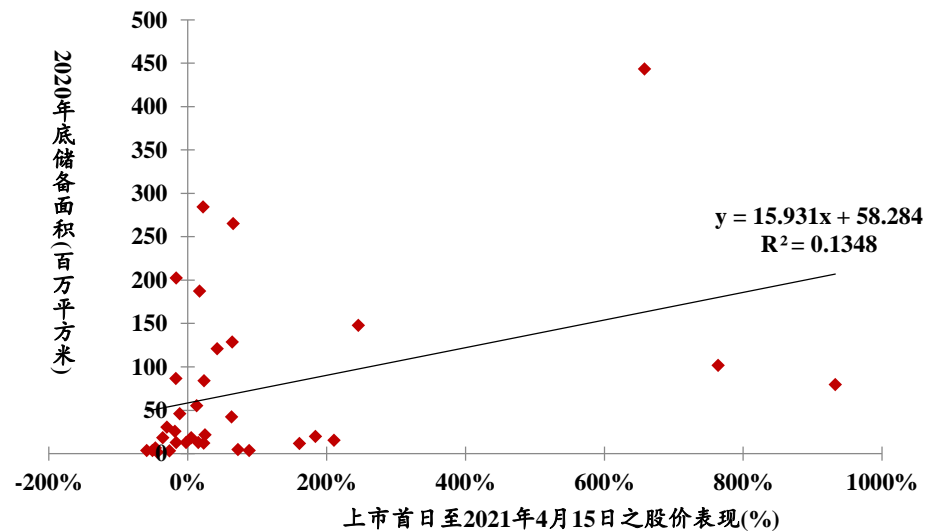
财务指标	在管面积	储备面积	收入 同比变动	毛利率 同比变动	经营利润率 同比变动	利润率 同比变动	ROE	ROA	现金
相关性	0.34	0.37	0.22	-0.02	-0.01	-0.07	0.04	0.14	0.30

*除了鑫苑服务(1895.HK)仍未公布 2020 年业绩外，基于部分上市物企没有公布相关数据，在管规模和管面积并没有计算浦江中国(1417.HK)；而储备面积则没有计算中海物业(2669.HK)、祈福生活服务(3686.HK)、浦江中国(1417.HK)、奥园健康(3662.HK)和星盛商业(6668.HK)

数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

我们认为，物管行业规模化发展仍是王道，不但是收入及盈利持续增长的基础，也是驱动物管企业股价长期表现的要素。进一步而言，储备面积更是估算物管企业未来业务发展的重要指标，故此我们相信拥有较大储备面积的物管企业股价表现将持续优于同业。

图表 24：香港上市物企上市首日至 2021 年 4 月 15 日股价表现与储备面积对比



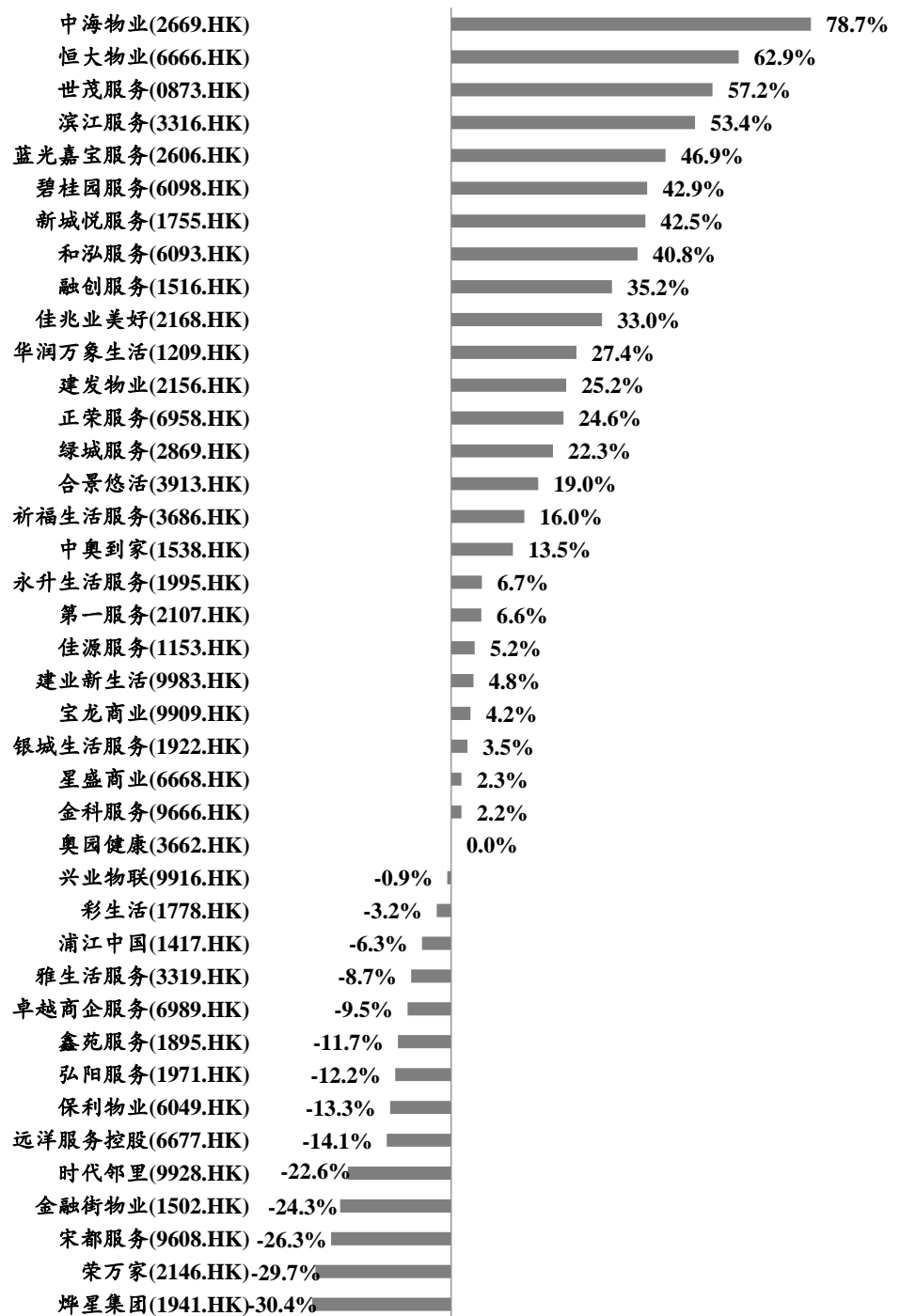
*除了鑫苑服务(1895.HK)仍未公布 2020 年业绩外，基于部分上市物企没有公布相关数据，储备面积没有计算中海物业(2669.HK)、祈福生活服务(3686.HK)、浦江中国(1417.HK)、奥园健康(3662.HK)和星盛商业(6668.HK)

数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

8.2 “现金充裕”是推动物企近期股价表现之重要指标

在港上市的 40 家物管企业中，共有 25 家 2021 年初至 4 月 15 日股价录得升幅，行业股价表现中位数~5.0%。其中，股价升幅最大的三家物管企业是中海物业、恒大物业和世茂服务，分别上升~78.7%、~62.9%和~57.2%。

图表 25：香港上市主要物管企业 2021 年初至 4 月 15 日股价表现



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

以香港上市主要物管企业 2021 年初至 2021 年 4 月 15 日股价表现与相关公司的 2020 年重要财务指标进行相关性分析，结果发现相关物企今年以来股价表现与相关公司手持现金水平的相关性最高，约达 0.40，高于储备面积(约 0.33)。

图表 26: 香港上市主要物管企业 2021 年初至 4 月 15 日股价表现与 2020 年重要财务指标之相关性

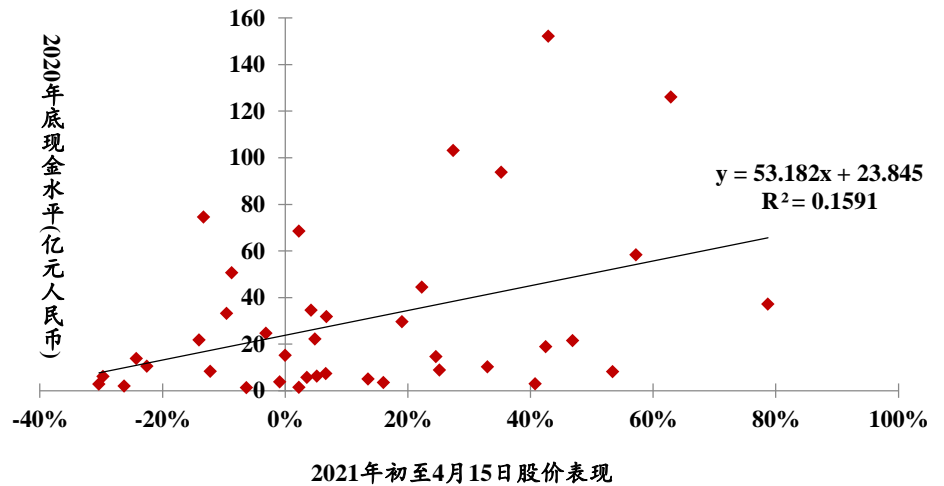
财务指标	在管面积	储备面积	收入 同比变动	毛利率 同比变动	经营利润率 同比变动	利润率 同比变动	ROE	ROA	现金
相关性	0.22	0.33	0.22	0.17	0.31	0.31	0.08	0.24	0.40

*除了鑫苑服务(1895.HK)仍未公布 2020 年业绩外, 基于部分上市物企没有公布相关数据, 在管规模和储备面积并没有计算浦江中国(1417.HK); 而储备面积则没有计算中海物业(2669.HK)、祈福生活服务(3686.HK)、浦江中国(1417.HK)、奥园健康(3662.HK)和星盛商业(6668.HK)

数据来源: WIND、公司公告、山证国际研究部整理

我们认为, 物管企业除了接管关连开发商的管理面积和自身业务外拓之外, 收并购则是加速物管及增值服务收入增长不可缺少的途径, 而手持现金水平就基本上可以判断物管企业在未来两至三年的潜在性收并购规模, 这在当前物管行业正处于“跑马圈地”的发展阶段来说尤其重要, 基本上也将决定物管企业未来发展的格局。因此, 我们相信手持较充裕现金的物管企业将可以进一步透过收并购, 扩大业务版图, 有利股价中短期表现持续优于同业。

图表 27: 香港上市物企 2021 年初至 4 月 15 日股价表现与 2020 年底现金对比



数据来源: WIND、公司公告、山证国际研究部整理

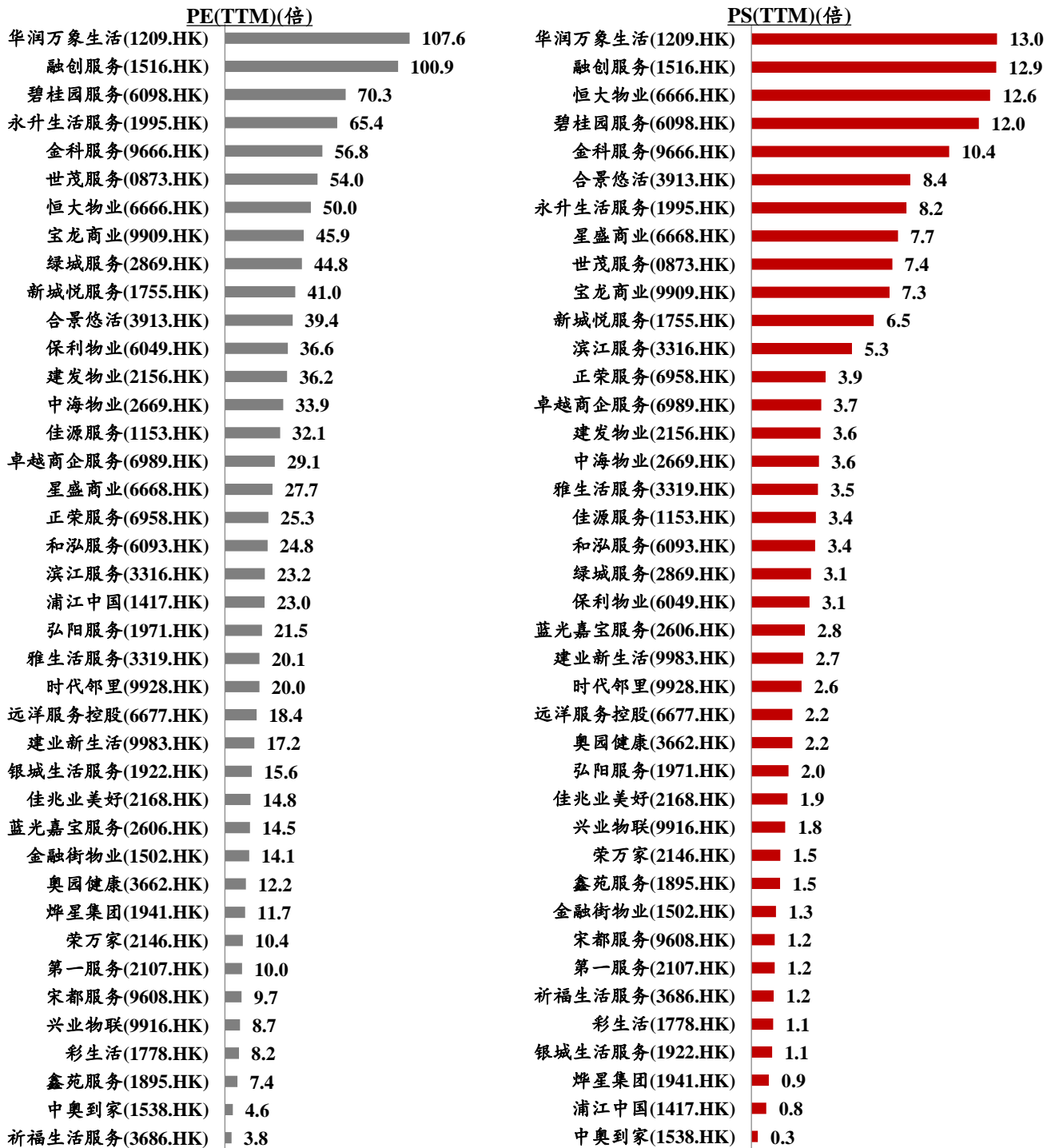
9. 估值表现¹

9.1 物业股当前估值呈分化表现

在港上市的 40 家物管企业当前估值呈现较大的差距, 行业市盈率“PE(TTM)”中位数约达 23.1 倍, 其中排名前三家物管企业是华润万象生活、融创服务、碧桂园服务, 其 PE(TTM)分别约达 107.6 倍、100.9 倍、70.3 倍。此外, PE(TTM)排在最后的三家则是祈福生活服务(约 3.8 倍)、中奥到家(约 4.6 倍)、鑫苑服务(约 7.4 倍)。而 40 家物管企业市销率“PS(TTM)”也呈现类似的表现。

¹ 估值内的所有数据均是取于 2021 年 4 月 15 日收市值

图表 28：香港上市主要物管企业市盈率及市销率表现



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

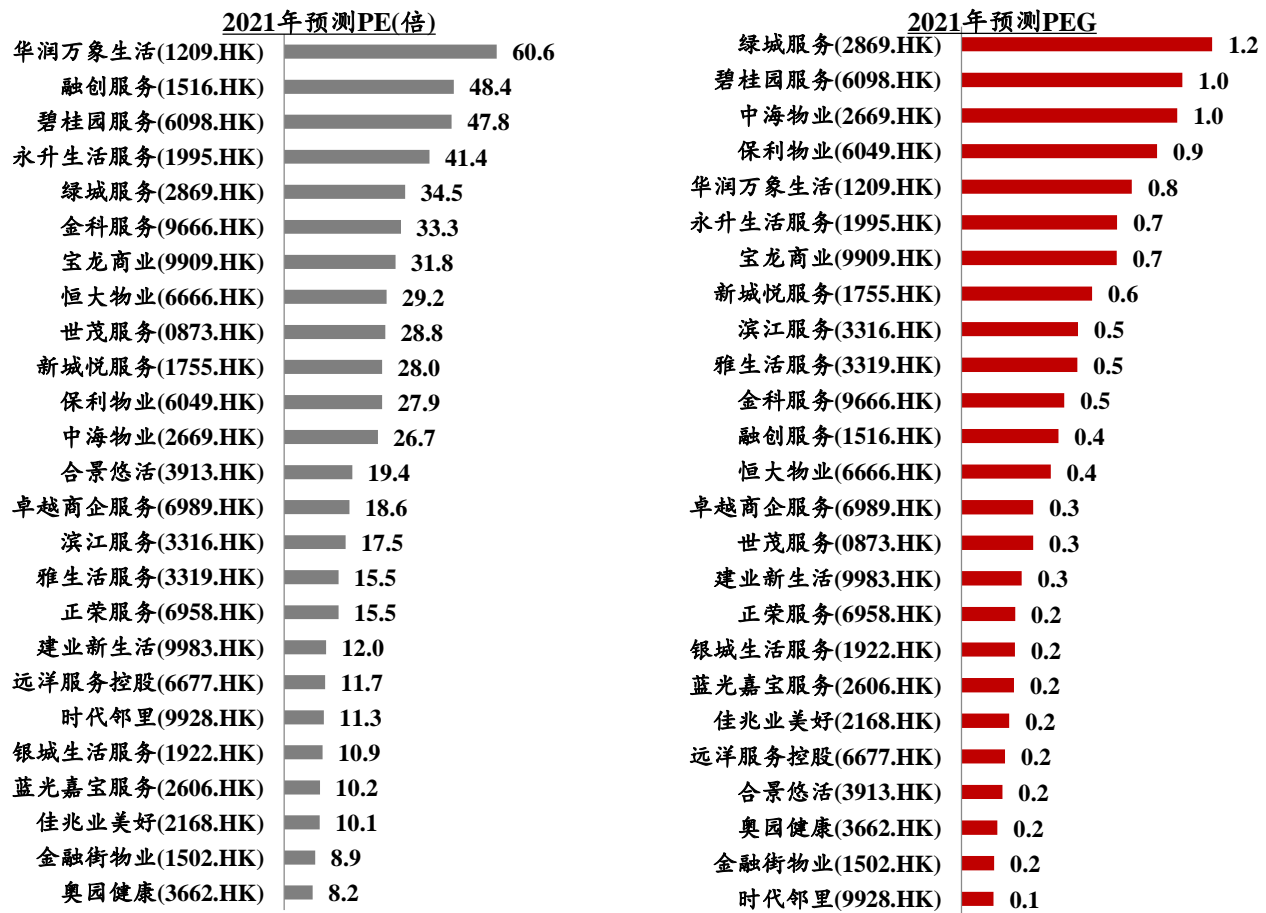
9.2 “高成长性” 将支撑头部物业股较高估值

据 WIND 数据显示，在港上市的 40 家物管企业中，仅对 25 家提供 2021 年预测 PE 及 PEG「本益成长比(Price/Earnings to Growth Ratio)」，

行业中位数分别约达 19.4 倍及 0.4。当前，2021 年预测 PEG 低于 1 的共有 22 家，行业估值处于相对合理水平。

我们认为，物业股估值之分化表现主要是体现了资本市场对于物管企业定价上的分歧。随着上市的物管企业数量越来越多，在经历了早期行业普涨之后，投资者也逐渐走向价值的回归。在资源向头部企业趋向集中的背景下，“马太效应”将越来越凸显，预期市场将持续对未来业务发展成长性和确定性较高的头部物业股给予相对高的估值。

图表 29：香港上市主要物管企业 2021 年预测 PE 及 PEG 表现



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

10.三大因素将持续利好物业板块股价表现

10.1 政策利好物管行业未来发展

2021 年 1 月 5 日，住建部等十部门联合印发《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》。通知指出，居住社区（住宅小区）是居民生活的主要空间，是基层社会治理的重要内容。住宅物业管理事关群众生活品质，事关城市安全运行和社会稳定，需要加快发展物业服务业，推动物业服务向高品质和多样化升级，满足人民群众不断增长的美好居住生活需要。

我们认为，是次政策对行业的发展做出了较为全面的指引，不但明确支持完善较市场化物业服务收费机制，以推动优质物管服务，而且也鼓励合格的物业管理公司扩展业务，向养老、托幼、家政、文化、健康、房产经纪及快递收发等领域延伸，使物业管理公司的收益来源得以拓宽，利好具有大规模管理能力与优质品牌力的头部物管企业，将在未来的业务拓展中获得更大的优势。

图表 30: 《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》内容概要

融入基层社会治理体系

- 坚持和加强党对物业管理工作的领导
- 落实街道属地管理责任
- 推动城市管理服务下沉
- 构建共建共治共享格局

健全业主委员会治理结构

- 优化业主委员会人员配置
- 充分发挥业主委员会作用
- 规范业主委员会运行
- 加强对业主委员会监督

提升物业管理服务水平

- 扩大物业管理覆盖范围
- 提升物业服务质量
- 完善物业服务价格形成机制
- 提升物业服务行业人员素质

推动发展生活服务业

- 加强智慧物业管理服务能力建设
- 提升设施设备智能化管理水平
- 促进线上线下服务融合发展

规范维修资金使用和管理

- 提高维修资金使用效率
- 健全维修资金管理制度
- 加大维修资金归集力度

强化物业服务监督管理

- 建立服务信息公开公示制度
- 建立物业服务企业信用管理制度
- 优化市场竞争环境

数据来源：中国政府网、山证国际研究部整理

10.2 行业整合加速，强化规模效应

2021年初至今，物管行业并购动作频繁，至少12家物管企业已进行并购，藉以扩大业务规模和拓宽服务边界。

其中，碧桂园服务(6098.HK)在2月23日拟以约48.47亿元收购蓝光发展旗下之蓝光嘉宝服务64.62%的股份，相关收购不但成为物管企业2020年上市潮以来最大交易额的收购，而且也标志着物管行业整合加速已进入新阶段。

我们认为，并购已成为物管企业当前驱动规模和收入维持高速增长的核心手段，而物管行业集中度仍然偏低，行业并购整合空间巨大。

在收购标的选择方面，我们预期物管企业除了注重并购带来的规模红利之外，物管企业同时也积极寻求对业务具有区域性、服务业态、增值服务带来突破的收购标的，藉以达到巩固优势区域或拓展新市场、拓宽服务业态和深挖业主增值服务之战略目的，利好其未来业绩持续快速增长。

图表 31：香港上市主要物管企业 2021 年初至今收购事项简介

公司名称	时间	收购事项	代价(百万元人民币)	收购标的简介
世茂服务(0873.HK)	2021年4月19日	收购深圳深兄环境有限公司67%之股权	不超过506	城乡环卫一体化服务
时代邻里(9928.HK)	2021年4月16日	进一步收购成都合达联行物业31%之股权	194	物业管理公司
融创服务(1516.HK)	2021年4月16日	收购彰泰服务之80%股权	800	广西物业管理服务提供商
佳源服务(1153.HK)	2021年4月16日	收购上海保集物业管理有限公司100%股权	141	从事物业管理业务
彩生活(1778.HK)	2021年4月14日	向控股股东花样年收购一家保险经纪公司全部股权	30	保险经纪公司
卓越商企服务(6989.HK)	2021年4月1日	收购北京市环球财富物业75%之股权	225	从事商业物业管理服务业务
第一服务(2107.HK)	2021年3月30日	收购青岛洛航企业管理有限公司之100%股权	136	旗下持有上诚物业70%之股权
雅生活服务(3319.HK)	2020年末至 2021年3月22日	*已签订协议，分别收购北京慧丰、陕西明堂和大连明日环卫业务之51%、60%和51%股权 *已签订一份不具法律约束力的框架协议，拟收购安徽宇润之51%股权 *通过股权收购及认购增发股权方式收购中航环卫合共30%股权	1,178	于环卫领域的服务商
第一服务(2107.HK)	2021年3月10日	收购大连亚航物业80%股权	93	主要从事提供物业管理服务
碧桂园服务(6098.HK)	2021年2月23日	拟向蓝光和骏收购蓝光嘉宝服务(2606.HK)收购约115,090,200股H股，股权占比~64.62%	价格为每股H股人民币42.1105元	物业管理服务提供商
和泓服务(6093.HK)	2021年2月5日	收购江苏深华时代物业51%股权	40.8	于江苏省有若干物业管理项目
恒大物业(6666.HK)	2021年1月29日	收购宁波市雅太酒店物业100%股权	1,500	主要从事物业管理业务
合景悠活(3913.HK)	2021年1月17日	收购雪松智联科技集团有限公司之80%股权	1,316	为「智慧城市」服务运营商

数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

10.3 恒指公司发布物业指数将带动更多资金流入板块

恒指公司在2021年4月19日推出恒生物业服务及管理指数。根据恒指公司网站公告所示，该新指数旨在提供一个参考基准以反映在香港上市的30家最大物业管理及相关服务公司股价的整体走势。

在30家指数成份股中，由于国锐地产(108.HK)业务仍有房地产开发业务，而绿城管理控股(9979.HK)则主要从事代建业务，因此两只股份不在我们物管上市企业观察名单之中。

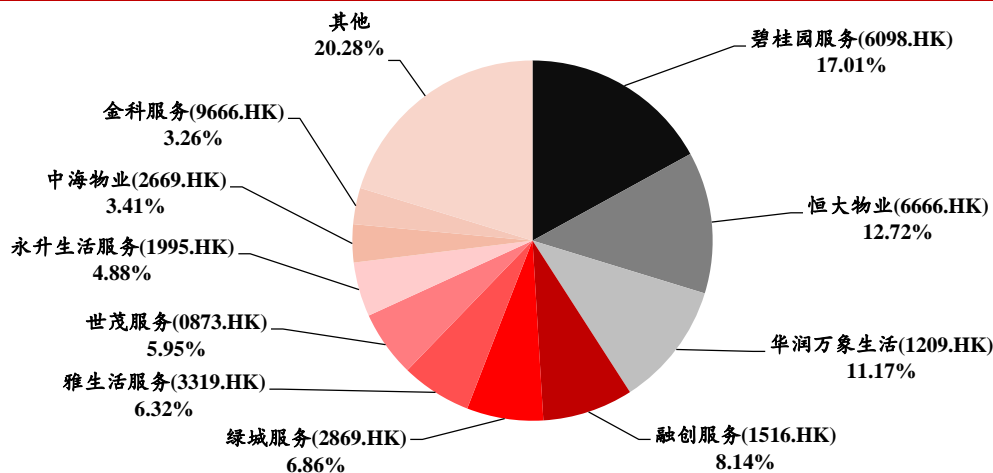
图表 32: 恒生物业服务及管理指数 30 只成份股

国锐地产 (108.HK)	世茂服务 (873.HK)	佳源服务 (1153.HK)	华润万象生活 (1209.HK)	金融街物业 (1502.HK)	融创服务 (1516.HK)
新城悦服务 (1755.HK)	弘阳服务 (1971.HK)	永升生活服务 (1995.HK)	第一服务控股 (2107.HK)	建发物业 (2156.HK)	佳兆业美好 (2168.HK)
蓝光嘉宝服务 (2606.HK)	中海物业 (2669.HK)	绿城服务 (2869.HK)	滨江服务 (3316.HK)	雅生活服务 (3319.HK)	奥园健康 (3662.HK)
合景悠活 (3913.HK)	保利物业 (6049.HK)	碧桂园服务 (6098.HK)	恒大物业 (6666.HK)	远洋服务 (6677.HK)	正荣服务 (6958.HK)
卓越商企服务 (6989.HK)	金科服务 (9666.HK)	宝龙商业 (9909.HK)	时代邻里 (9928.HK)	绿城管理控股 (9979.HK)	建业新生活 (9983.HK)

数据来源: 恒指公司、山证国际研究部整理

此外, 恒指公司也公布了相关指数截至 2021 年 4 月 16 日比重最高的 10 只成份股。其中, 碧桂园服务(6098.HK)、恒大物业(6666.HK)和华润万象生活(1209.HK)比重最高, 分别为 17.01%、12.72%和 11.17%。

图表 33: 恒生物业服务及管理指数 30 只成份股比重分布



数据来源: 恒指公司、山证国际研究部整理

我们认为, 恒生物业服务及管理指数的设立充分反映物管板块受市场重视, 预期将有助投资者掌握这个抗周期及以轻资产模式营运的板块所带来之投资机遇, 同时也将吸引更多主动和追踪指数表现的被动资金流入板块, 对优质物管企业股价中长期表现带来有力支撑。

11.投资建议

中长期持续看好具有弱周期性及业绩增长空间明确特质的物管板块，建议关注储备面积较大和现金充裕的碧桂园服务(6098.HK)、绿城服务(2869.HK)、恒大物业(6666.HK)、雅生活服务(3319.HK)、华润万象生活(1209.HK)、融创服务(1516.HK)、世茂服务(0873.HK)。

12.风险因素

- 业务表现不及预期；
- 并购整合不及预期；
- 系统风险等。

附表一：行业比较

证券简称(代码)	上市日期	总市值 (亿港元)	收市价 (港元)	2020年 营业总收入 (亿元人民币)	2020年 净利润 (亿元人民币)	2021年初至今 涨跌幅 (%)	2021年初至今 相对恒指涨跌幅 (%)	市盈率 PE(TTM) (倍)	市销率 PS(TTM) (倍)	2020年 股息率 (%)
彩生活(1778.HK)	30/6/2014	48.2	3.3	36.0	5.4	-4.9	-11.7	8.1	1.1	3.1
中海物业(2669.HK)	23/10/2015	246.8	7.5	66.7	7.1	85.9	79.1	35.3	3.7	0.9
中奥到家(1538.HK)	25/11/2015	6.9	0.8	17.6	1.5	9.5	2.7	4.4	0.3	3.7
绿城服务(2869.HK)	12/7/2016	390.1	12.1	101.1	7.4	26.0	19.2	46.2	3.2	1.0
祈福生活服务(3686.HK)	8/11/2016	5.6	0.6	4.2	1.3	10.0	3.2	3.7	1.1	4.9
浦江中国(1417.HK)	11/12/2017	7.2	1.8	7.6	0.4	-6.3	-13.1	23.0	0.8	0.7
雅生活服务(3319.HK)	9/2/2018	456.0	34.2	100.3	19.7	-0.6	-7.4	21.9	3.8	1.1
碧桂园服务(6098.HK)	19/6/2018	2297.4	76.8	157.3	27.8	46.3	39.5	72.0	12.3	0.3
新城悦服务(1755.HK)	6/11/2018	223.5	25.7	28.7	4.9	44.4	37.6	41.6	6.5	1.3
佳兆业美好(2168.HK)	6/12/2018	36.7	23.8	17.3	2.3	24.6	17.8	13.9	1.8	2.9
永升生活服务(1995.HK)	17/12/2018	311.4	18.6	31.2	4.4	9.5	2.7	67.1	8.4	0.4
滨江服务(3316.HK)	15/3/2019	58.0	21.0	9.6	2.2	47.1	40.3	22.3	5.1	2.7
奥园健康(3662.HK)	18/3/2019	36.1	5.0	14.1	2.5	-0.6	-7.4	12.1	2.2	3.3
和泓服务(6093.HK)	12/7/2019	17.4	3.1	4.2	0.6	47.4	40.6	26.0	3.5	
鑫苑服务(1895.HK)	11/10/2019	12.0	2.1			-11.7	-18.5	7.4	1.5	
蓝光嘉宝服务(2606.HK)	18/10/2019	92.3	51.9	27.4	5.5	47.3	40.5	14.6	2.8	
银城生活服务(1922.HK)	6/11/2019	12.8	4.8	9.7	0.7	6.0	-0.8	16.0	1.1	1.9
保利物业(6049.HK)	19/12/2019	288.8	52.2	80.4	7.0	-14.6	-21.4	36.1	3.0	1.0
时代邻里(9928.HK)	19/12/2019	58.0	5.9	17.6	2.4	-19.0	-25.8	21.0	2.8	1.4
宝龙商业(9909.HK)	30/12/2019	196.4	30.5	19.2	3.1	23.0	16.2	54.2	8.6	0.9
兴业物联(9916.HK)	9/3/2020	4.4	1.1	2.1	0.4	-4.4	-11.2	8.4	1.7	2.1
烨星集团(1941.HK)	13/3/2020	2.9	0.7	2.6	0.2	-29.4	-36.2	11.9	0.9	
建业新生活(9983.HK)	15/5/2020	88.0	7.0	26.6	4.4	6.1	-0.7	17.4	2.8	3.5
金融街物业(1502.HK)	6/7/2020	18.0	4.8	11.3	1.2	-21.8	-28.6	14.5	1.3	3.8
弘阳服务(1971.HK)	7/7/2020	18.1	4.4	7.7	0.7	-11.2	-18.0	21.8	2.0	1.4
正荣服务(6958.HK)	10/7/2020	53.0	5.1	11.1	1.8	28.1	21.3	26.0	4.0	1.6
卓越企服(6989.HK)	19/10/2020	124.4	10.2	25.7	3.6	0.2	-6.6	32.2	4.1	0.9
第一服务(2107.HK)	22/10/2020	10.7	1.1	7.7	1.0	0.9	-5.8	9.5	1.2	3.7
世茂服务(0873.HK)	30/10/2020	469.0	19.8	50.4	7.2	65.9	59.1	57.0	7.8	0.6
合景悠活(3913.HK)	30/10/2020	157.6	7.8	15.2	3.2	24.0	17.2	41.1	8.7	0.9
金科服务(9666.HK)	17/11/2020	428.6	65.7	33.6	6.3	5.2	-1.6	58.4	10.7	0.9
融创服务(1516.HK)	19/11/2020	775.9	25.0	46.9	6.3	45.7	38.9	108.7	13.9	0.3
恒大物业(6666.HK)	2/12/2020	1504.9	13.9	105.1	26.5	55.7	48.9	47.8	12.0	
佳源服务(1153.HK)	9/12/2020	25.9	4.2	6.2	0.7	9.0	2.2	33.3	3.5	1.5
华润万象生活(1209.HK)	9/12/2020	1053.4	46.2	67.8	8.2	28.4	21.6	108.4	13.1	0.3
远洋服务控股(6677.HK)	17/12/2020	58.8	5.0	22.0	2.6	-10.5	-17.2	19.2	2.3	1.3
建发物业(2156.HK)	31/12/2020	52.8	4.5	10.3	1.1	44.8	38.1	41.9	4.3	
荣万家(2146.HK)	15/1/2021	32.0	8.5	18.1	2.6	-31.2	-33.3	10.2	1.5	2.1
宋都服务(9608.HK)	18/1/2021	3.8	0.1	2.6	0.3	-25.0	-26.8	9.9	1.3	
星盛商业(6668.HK)	26/1/2021	46.4	4.6	4.5	1.3	13.8	17.3	30.8	8.6	1.0

数据来源：WIND、山证国际研究部整理

*数据提取时间：2021年4月23日收市后

投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏悃道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>