

2020年11月16日

房地产 | 物业管理和服务

强烈推荐（首次）

央企物管龙头，“大物业”战略落地有方

目标股价：69.66 港元

当前股价：55.60 港元

保利物业 06049.HK

基础数据

流通市值（百万港元）	30,765
企业价值（百万港元）	24,257
账面价值（百万港元）	5,691
发行股份（百万股）	553.3
公众持股比例（%）	27.7
近3月平均日交易量（百万港元）	113.16
主要股东持股比例（%）	
保利发展控股	72.3

股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	-12.42	-33.93	58.88
绝对表现	-3.22	-29.17	59.08
近12月最高价(港元)	20-05-18	92.85	
近12月最低价(港元)	19-12-19	40.80	

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据，克而瑞证券

相关报告

分析师 李蒙，CFA

执业证号：APQ664

852-25105555

meng.li@cricsec.com

联系人 王祎馨

执业证号：BPR543

852-25105555

zoe.wang@cricsec.com

- **强烈推荐，目标价 69.66 港元/股。**我们首次覆盖保利物业服务股份有限公司（简称“保利物业”或“公司”），给予强烈推荐评级。我们认为在物业公司纷纷上市，行业估值调整的情况下，资源将逐渐集中到具有规模效应和增长预期稳定的大型物管公司上。作为物业板块第一梯队的成员，保利物业首当其冲。我们长期看好公司的发展，给予目标价 69.66 港元/股，对应 2020-21 年 PE 分别为 51.4x 和 40.4x，相较当前股价有 25.3% 涨幅空间。
- **具有央企背景的头部物管公司。**保利物业于 1996 年在广州成立，是一家具有央企背景的物业管理服务综合运营商。其母公司保利地产在克而瑞 2020 年 1-9 月排行榜中以 2,648 亿元的权益销售位列第 4。母公司实力强劲叠加央企背景的书，保利物业未来增长被市场普遍看好，其在中物研协发布的《2020 物业服务企业综合实力 500 强》中位列第 3 名。截至 2020 年 6 月底，保利物业在管面积 3.2 亿方，其中住宅 1.5 亿方，商业及写字楼 858 万方，公建 1.6 亿方；合同面积 4.9 亿方。
- **未来增长可预见性高。**保利物业一直保持 98% 以上的高续约率，我们认为其年底到期合同大部分将成功续约，叠加公建方面的拓展和增值服务的发力，预计 2020 年将实现 78.5 亿元收入和 6.7 亿元归母净利润，同比分别增长 31.6% 和 37.6%。预计 2021 年将继续保持两位数增长，收入和归母净利润将分别达到 100.5 亿元和 8.6 亿元，同比增长 27.9% 和 27.4%。
- **市场化进程加速，社区增值服务比重继续提升。**近年来保利物业大力发展社区增值服务，2019 年该板块收入 11.5 亿元，2017-19 年复合增速达 90.2%。我们预计 2020-21 年社区增值服务将分别实现 17.1 亿元和 24.3 亿元收入，占当期总收入的比例将从 2019 年的 19.3% 提升到 2020 年的 21.8% 和 2021 年的 24.2%。
- **风险提示：**公建物业拓展不及预期，保利地产竣工不及预期。

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	3,240	4,229	5,967	7,851	10,045
折旧摊销利息税前利润	315	476	686	850	1,078
息税前利润	294	446	646	801	1,026
净利润	219	328	491	675	860
每股收益（港元）	N.A.	N.A.	1.01	1.36	1.73
每股经营性现金流（港元）	N.A.	N.A.	1.43	1.99	2.15
每股股息（港元）	N.A.	N.A.	0.34	0.41	0.52
每股资产净值（港元）	N.A.	N.A.	10.52	12.44	13.80
市盈率（x）	N.A.	N.A.	56.4	41.0	32.2
市现率（x）	N.A.	N.A.	39.9	27.9	25.9
股息收益率（%）	N.A.	N.A.	0.0	0.0	0.0
市净率（x）	N.A.	N.A.	5.4	4.5	4.0
EV/sales（x）	6.7	5.2	3.7	2.8	2.2
EV/EBITDA（x）	69.3	45.8	31.8	25.7	20.2
EV/EBIT（x）	74.4	48.9	33.8	27.2	21.3

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司财务数据

利润表 会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	3,240	4,229	5,967	7,851	10,045
营业成本	(2,660)	(3,378)	(4,756)	(6,381)	(8,107)
毛利	581	851	1,211	1,470	1,938
销售及管理费用	(307)	(415)	(574)	(746)	(942)
利息折旧及摊销前利润	315	476	686	850	1,078
折旧	21	30	40	48	52
息税前利润	294	446	646	801	1,026
净利息费用	10	16	25	119	143
应占联营公司损益	1	5	16	18	22
其他收入	20	10	9	77	30
税前利润	303	463	685	936	1,189
所得税	79	127	182	243	309
少数股东损益	5	8	13	17	20
归母净利润	219	328	491	675	860
股利	-	-	166	202	258
新增留存收益	219	328	325	472	602

核心业务数据

会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
在管面积 (百万方)	106.2	190.5	287.0	380.4	496.8
在管面积-公建 (百万方)	7.6	68.4	140.3	211.8	303.2
在管面积-公建占比	7.2%	35.9%	48.9%	55.7%	61.0%
物业管理服务毛利率	13.7%	14.1%	14.2%	14.4%	14.7%
非业主增值服务毛利率	20.0%	20.1%	20.3%	20.3%	20.3%
社区增值服务毛利率	46.2%	48.4%	40.7%	30.0%	30.0%
毛利率(%)	17.9%	20.1%	20.3%	18.7%	19.3%
利息折旧及摊销前利润率(%)	9.7%	11.3%	11.5%	10.8%	10.7%
息税前利润率(%)	9.1%	10.5%	10.8%	10.2%	10.2%
净利率(%)	6.8%	7.8%	8.2%	8.6%	8.6%
净资产收益率(%)	63.7%	63.4%	17.2%	12.1%	13.3%
已动用资本回报率(%)	-17.8%	-24.0%	-32.3%	-32.8%	-37.9%
资产收益率(%)	11.9%	14.1%	9.7%	8.0%	8.8%
流动比率 (x)	1.2	1.3	3.0	3.0	2.9
利息备付率 (x)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
负债股权比率 (%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净负债/ (现金)	(1,649)	(1,812)	(6,509)	(7,831)	(8,649)
净负债/ 股权 (%)	(412)	(261)	(127)	(126)	(126)

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

资产负债表 会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及等价物	1,649	1,812	6,509	7,831	8,649
应收账款	225	196	391	618	791
存货	2	66	46	61	78
其他流动资产	122	224	357	470	601
流动资产	1,997	2,297	7,303	8,980	10,118
固定资产	61	91	99	101	98
其他长期资产	54	164	169	169	169
资产总计	2,112	2,552	7,571	9,249	10,385
短期负债	-	-	-	-	-
应付账款	1,123	1,081	1,434	1,792	2,063
其他流动负债	581	750	990	1,238	1,426
总流动负债	1,704	1,831	2,424	3,030	3,489
长期负债	-	-	-	-	-
其他长期负债	8	29	25	25	25
总负债	1,712	1,859	2,449	3,055	3,514
股本	100	100	533	533	533
留存收益	286	550	4,522	5,580	6,249
资本公积	386	650	5,055	6,113	6,782
少数股东权益	14	43	67	81	90
股东权益总计	400	693	5,122	6,194	6,871
负债和股东权益	2,112	2,552	7,571	9,249	10,385

现金流量表

会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
利息折旧及摊销前利润	315	476	686	850	1,078
运营资金变动	135	74	164	252	138
其他	(89)	(118)	(156)	(109)	(146)
经营活动现金流	362	433	694	993	1,070
资本支出	(24)	(30)	(35)	(50)	(50)
投资变动	(11)	(8)	33	0	0
其他	14	15	(1)	0	0
投资活动现金流	(21)	(23)	(3)	(50)	(50)
股权融资	1	0	4,204	546	0
银行借款	0	0	0	0	0
股息及其他筹资支出	(2)	(213)	(179)	(166)	(202)
筹资活动现金流	(1)	(213)	4,024	380	(202)
现金净增加额	340	197	4,715	1,322	818

内容目录

估值	6
1. DCF	6
业务	8
1. 保利物业简介	8
2. 物业管理服务总览	12
2.1. 按项目来源划分	15
2.2. 按物业类型划分	16
2.3. 按收费模式划分	18
3. 非业主增值服务	19
4. 社区增值服务	19
5. 股权结构	20
5.1. 股东结构	20
5.2. 保利发展控股简介	21
6. 未来发展战略	22
财务	24
1. 2016-20H1 年财务分析	24
2. 2020-21 年预测	27
物管行业概况	30
1. 2020 物业百强概况	30
1.1. 百强集中度提升	30
1.2. 多种经营服务收入占比提升	30
1.3. 净利率持续提升	31
1.4. 医院物业平均物业费最高，住宅物业最低	32
2. 已上市物管公司概况	32
评级指南及免责声明	34

图表目录

图 1: 保利物业位列《2020 物业服务企业综合实力 500 强》第 3 名	8
图 2: 保利物业合同管理项目全国布局情况（截至 2020 年 6 月底）	9
图 3: 2016-20H1 总收入及同比增速	10
图 4: 2016-20H1 各业务板块收入	10
图 5: 2016-20H1 各业务板块收入占比	10
图 6: 保利物业及可比公司 2020H1 收入	11
图 7: 保利物业及可比公司 2020H1 收入同比增速	11
图 8: 2016-20H1 毛利润及同比增速	11

图 9: 2016-20H1 公司整体和三大业务板块毛利润率	12
图 10: 保利物业及可比公司 2020H1 毛利润	12
图 11: 保利物业及可比公司 2020H1 毛利润率	12
图 12: 2016-20H1 物业管理收入及其同比增速和物管收入占总收入的比例	13
图 13: 2016-20H1 物业管理毛利润及其同比增速和物管毛利润占总毛利的比例	13
图 14: 保利物业 2016-20H1 在管面积	14
图 15: 在管面积-公建和在管面积-非公建面积	14
图 16: 保利物业 2016-20H1 合约面积	14
图 17: 2016-20H1 平均物管费呈提升趋势	15
图 18: 2016-20H1 在管面积中第三方占比	16
图 19: 2019H1 物管收入中来自保利发展控股的比例仍超八成	16
图 20: 2016-19H1 在管面积中各类物业项目占比	17
图 21: 2016-20H1 物管收入中各类物业项目占比	17
图 22: 2016-18 年在管面积中包干制占比 99% 以上	18
图 23: 2016-19H1 物管收入中包干制占比 93% 以上	18
图 24: 2016-20H1 非业主增值服务收入及毛利率	19
图 25: 2016-20H1 非业主增值服务收入构成	19
图 26: 2016-19H1 社区增值服务收入及同比增速	20
图 27: 2016-20H1 社区增值服务毛利率	20
图 28: 2018-20H1 社区增值服务收入构成	20
图 29: 保利物业股权结构 (截至 2020 年 10 月)	21
图 30: 保利地产近 5 年签约销售面积	22
图 31: 保利地产 2020 年 1-9 月权益销售金额位居第 4	22
图 32: 2016-20H1 收入和毛利率	24
图 33: 保利物业 2016-20H1 SG&A/收入	25
图 34: 保利物业与可比公司 2020H1 SG&A/收入	25
图 35: 保利物业 2016-20H1 归母净利润及同比增速	25
图 36: 保利物业与可比公司归母净利润率	25
图 37: 保利物业 2016-20H1 净现金	26
图 38: 保利物业与可比公司 2020H1 净现金	26
图 39: 保利物业 2016-20H1 贸易应收账款/收入	26
图 40: 保利物业与可比公司 2020H1 贸易应收账款/收入	26
图 41: 保利物业 2016-19 年 ROE	27
图 42: 保利物业与可比公司 2018-19 年 ROE	27
图 43: 物业百强 2019 年管理均值及市占率	30
图 44: 物业百强 2019 年营业收入均值及市占率	30
图 45: 百强物管公司多种经营收入占比	31
图 46: 百强物管公司 2015-19 年净利率	31
图 47: 多经服务净利润增速高于基础物管	31

图 48: 百强物管公司 2019 年各业态物业费水平.....	32
图 49: 上市物管公司 2020H1 在管面积情况.....	32
图 50: 上市物管公司 2019&2020H1 收入.....	33
图 51: 上市物管公司 2019&2020H1 归母净利润率	33

表 1: 目标价对应的估值.....	6
表 2: DCF 估值模型主要数据.....	6
表 3: DCF 估值模型主要结果.....	7
表 4: 2019H1 合同面积到期时间表	15
表 5: 保利物业 2020 年中标的部分项目	18
表 6: 2019-21E 核心运营数据.....	28
表 7: 2019-21E 核心财务数据.....	28
表 8: 2019-21E 资产负债表核心数据	29

估值

基于我们的利润预测，保利物业当前股价相当于 41.0 倍的 2020PE 和 32.2 倍的 2021 年 PE。我们的 DCF 模型假设保利物业在 2029 年之前一直保持双位数的收入增长，息税前利润率一直维持在 9% 以上的水平。我们假设公司每年将拿出 8,000 万元用于对外投资和资本支出。基于我们的 DCF 模型，给予保利物业每股 69.66 港元的估值，相当于 51.4 倍和 40.4 倍的 2020-21 年 PE，相较当前股价有 25.3% 的涨幅空间。

1. DCF

基于我们 DCF 的模型，给予保利物业每股 69.66 港元的估值，相当于 51.4 倍和 40.4 倍的 2020-21 年 PE。

表 1：目标价对应的估值

目标价	PE		PS		PB		EV/EBITDA	
每股 69.66 港元	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
	51.4	40.4	3.7	2.9	5.6	5.0	31.6	24.2

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

我们的 DCF 模型假设保利物业在 2029 年之前一直保持双位数的收入增长。保利物业的成本把控能力将有效维持其盈利能力，故而使公司的息税前利润率一直维持在 9% 以上的水平。考虑到保利物业管理规模较大，需要一定资本支出维持，我们假设公司每年将至少拿出 8,000 万元用于对外投资和资本支出。

我们的 DCF 模型永续经营部分假设了 2% 的长期收入增长率。我们的 CAPM 模型假设了 4% 的无风险利率和 6% 的市场风险；基于 Bloomberg 的统计，我们给予公司 1.0 的 Beta，这相当于 10.0% 的 WACC。

我们的 DCF 得出的企业价值为 268.8 亿元，其中 124.3 亿元为从 2020 年到 2030 年的自由现金流折现值，144.7 亿元为永续经营部分的现值。我们的 DCF 模型最终得出的公司估值为每股 69.66 港元。

表 2：DCF 估值模型主要数据

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	5,967	7,851	10,045	12,741	15,988	19,779	24,139	29,088	34,635	39,588	43,834	46,185	47,176
收入同比增速	41.1%	31.6%	27.9%	26.8%	25.5%	23.7%	22.0%	20.5%	19.1%	14.3%	10.7%	5.4%	2.1%
息税前利润	646	801	1,026	1,295	1,617	1,990	2,417	2,898	3,433	3,904	4,301	4,464	4,491
息税前利润率	10.8%	10.2%	10.2%	10.2%	10.1%	10.1%	10.0%	10.0%	9.9%	9.9%	9.8%	9.7%	9.5%
税率	27.4%	26.0%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
税后经营利润	469	593	759	971	1,213	1,493	1,813	2,173	2,575	2,928	3,226	3,348	3,369
折旧	40	48	52	69	92	119	152	184	219	250	277	292	298
经营性现金流净额	509	641	811	1,041	1,304	1,611	1,965	2,357	2,793	3,178	3,503	3,640	3,666
资本性支出	(2)	(50)	(50)	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)
营运资本	164	252	138	158	172	150	185	324	287	283	305	167	46
自由现金流	671	843	900	1,118	1,397	1,682	2,070	2,601	3,000	3,381	3,727	3,727	3,632

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 3：DCF 估值模型主要结果

单位：百万元	数值
2020-2030 年现值	12,428
永续经营部分现值	14,465
企业价值	26,894
净负债/现金、对外投资等调整项	-7,798
内在价值	34,692
股份数（百万股）	553.3
每股价值（元）	62.70
人民币兑港币汇率	1.11
每股价值（港元）	69.66

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

业务

保利物业于 1996 年在广州成立，是一家具有央企背景的物业管理服务综合运营商。在中物研协发布的《2020 物业服务企业综合实力 500 强》中位列第 3。保利物业于 2019 年 12 月 19 日在港交所主板上市，股票代码为 6049.HK。截至 2020 年 6 月底，保利物业在管面积 3.2 亿方，在上市物管公司中位列第 4，在管项目 1,142 个；合同面积 4.9 亿方，合同管理项目 1,647 个。保利物业收入增长稳健。2019 年收入 59.7 亿元，2017-19 年 CAGR 为 35.7%；2020H1 收入 36.0 亿元，同比增长 27.6%。2019 年毛利润为 12.1 亿元，同比增长 42.2%；毛利率 20.3%，相较 2016 年提升了 3.6 个百分点。2020H1 毛利润 7.3 亿元，同比增长 10.1%；受疫情影响，毛利率 20.4%，相较 2019H1 下滑 3.2ppt。

1. 保利物业简介

具有央企背景的头部物管公司。保利物业于 1996 年在广州成立，是一家具有央企背景的物业管理服务综合运营商。成立初期，保利物业的名称为“广州合利物业发展有限公司”，2016 年改制为股份有限公司，以“保利物业发展股份有限公司”作为公司名称注册成立。保利物业于 2017 年 8 月成功挂牌新三板，2019 年 4 月终止挂牌，2019 年 12 月 19 日在港交所主板上市，股票代码为 6049.HK。保利物业在中物研协和上海易居房地产研究院中国房地产测评中心发布的《2020 物业服务企业综合实力 500 强》中位列第 3 名。

图 1：保利物业位列《2020 物业服务企业综合实力 500 强》第 3 名

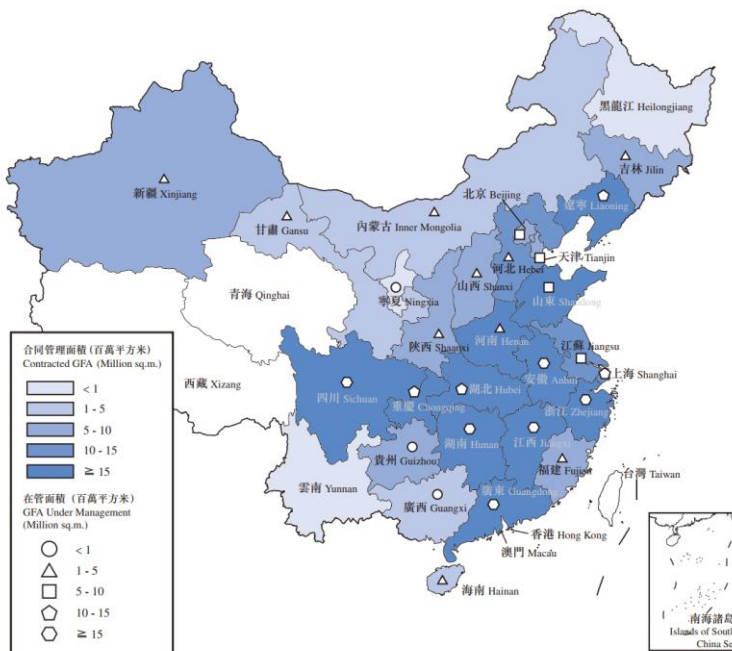
2020 物业服务企业综合实力500强			
排名	企业名称	排名	企业名称
1	碧桂园生活服务集团股份有限公司	2	绿城服务集团
3	保利物业服务股份有限公司	4	雅居乐雅生活服务股份有限公司
5	招商局积余产业运营服务股份有限公司	6	龙湖智慧服务集团
7	深圳市金地物业管理有限公司	8	长城物业集团股份有限公司
9	金科智慧服务集团股份有限公司	10	中海物业管理有限公司

数据来源：中物研协，克而瑞证券研究院

“大物业”战略布局，在管面积超 3 亿方。保利物业自 2005 年开始全国布局，现已发展成为布局全国 172 个城市的物业管理服务综合运营商。截至 2020 年 6 月底，保利物业在管面积 3.2 亿方（在上市物管公司中位列第 4），在管项目 1,142 个；合同面积 4.9 亿方，合同管理项目 1,647 个。保利物业积极推进“大物业”战略布局，在管物业类型多样，包括住宅、商业、写字楼、公共物业（比如学校、轨道及交通、

城镇景区和产业园等)及其他物业。

图 2: 保利物业合同管理项目全国布局情况 (截至 2020 年 6 月底)



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

保利物业主营业务分三块: 物业管理服务、非业主增值服务和社区增值服务:

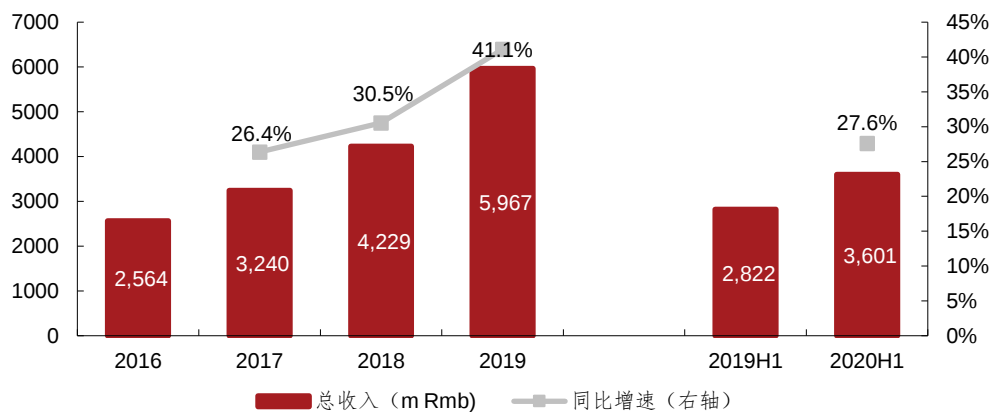
- 物业管理服务指的是为业主、住户和物业开发商提供包括保安、清洁、绿化、园艺及维修保养服务在内的一系列物业管理服务。
- 非业主增值服务主要分为两类, 一是向开发商提供的案场协销服务, 二是诸如咨询、验收、交付等其他非业主增值服务。
- 社区增值服务也分为两类, 一是与社区生活相关的增值服务, 比如购物协助、拎包入住、家政服务及其他定制服务, 二是社区增值服务, 包括停车场管理和公共区域增值服务。

2017-19 年收入稳健增长, 复合增速 35.7%。保利物业 2019 年总收入为 59.7 亿元, 2017-19 年 CAGR 为 35.7%。总收入实现持续增长得益于占比最大的物业管理服务的稳健增长, 以及基数相对较小的非业主增值服务和社区增值服务的高增长。2017-19 年物业管理服务、非业主增值服务和社区增值服务的收入 CAGR 分别为 26.1%、38.9%和 90.2%。从三个板块占比来看, 物业管理服务仍是公司当前营收的主要来源, 但占比呈现下降趋势。2019 年物管服务板块营收占比为 64.4%, 相较 2017 年下降 10.2 个百分点。

受疫情影响, 2020H1 收入增速放缓。保利物业 2020H1 收入 36.0 亿元, 同比增长 27.6%, 增速相较 2019H1 的 47.3%下滑 19.7 个百分点, 主要因为受疫情影响,

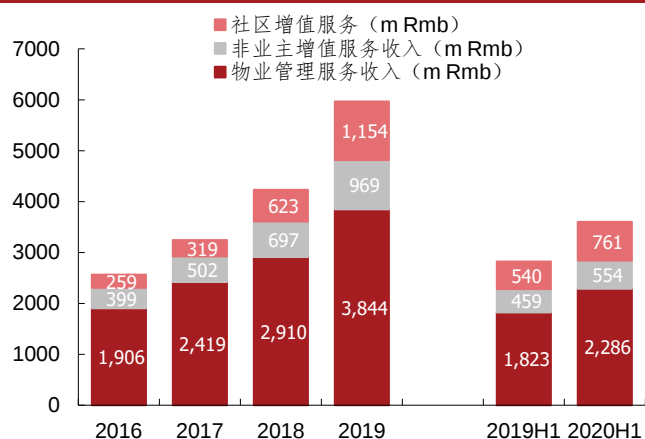
三大板块收入增速皆放缓。2020H1 物业管理服务、非业主增值服务、社区增值服务收入增速分别为 25.4%、20.8%和 40.8%；2019H1 三者收入增速分别为 42.7%、35.3%和 80.9%。

图 3：2016-20H1 总收入及同比增速



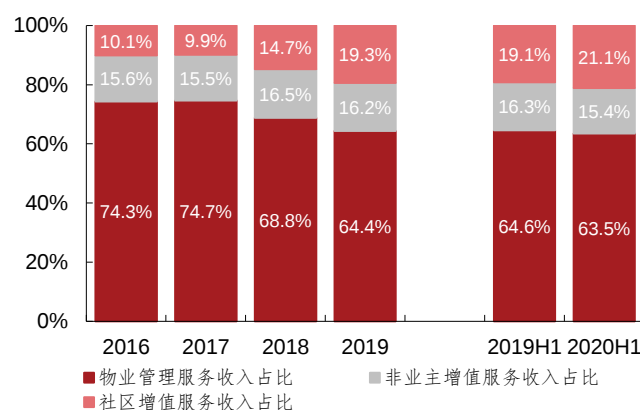
数据来源：公司公告

图 4：2016-20H1 各业务板块收入



数据来源：公司公告

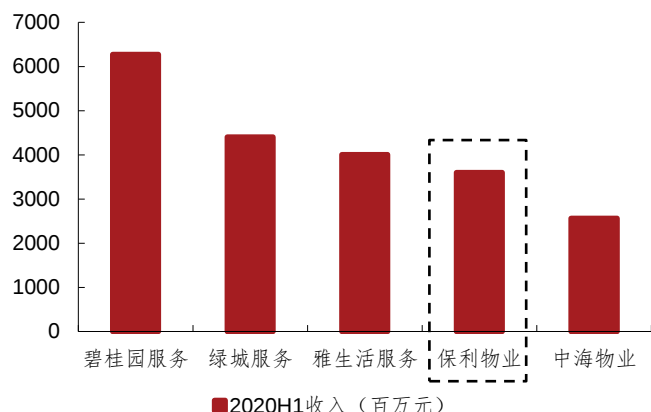
图 5：2016-20H1 各业务板块收入占比



数据来源：公司公告

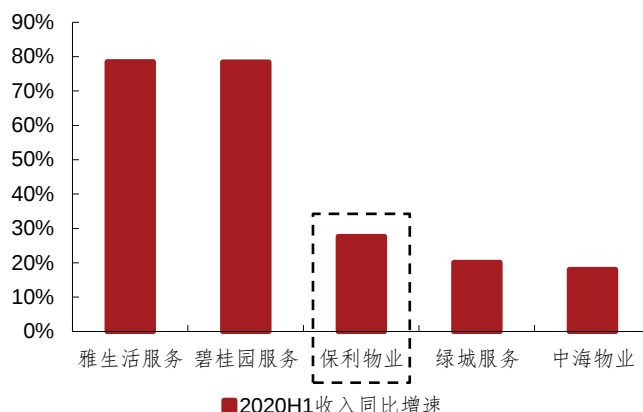
保利物业收入规模和增速在头部物管公司中处于中等水平。我们选择在管面积超过 1 亿方的中海物业、碧桂园服务、绿城服务、雅生活服务作为保利物业的可比公司。保利物业 2020H1 收入规模在可比公司中位列第 4，2020H1 收入增速位列第 3。碧桂园服务、绿城服务和雅生活服务的收入位居前 3，我们认为主要因为这三家公司都是民企，且各自在关联房企强力支持、大型并购、第三方拓展等方面做到了极致。保利物业和中海物业作为国企，总体来说以稳健为主，收入规模和增速不及民企物管公司。

图 6：保利物业及可比公司 2020H1 收入



数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

图 7：保利物业及可比公司 2020H1 收入同比增速

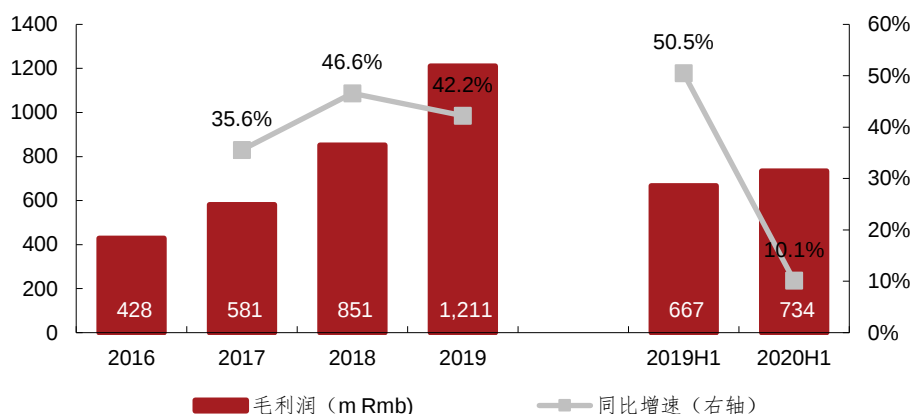


数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

社区增值服务快速发展推动毛利润增长和毛利率提升。保利物业 2019 年毛利润为 12.1 亿元，同比增长 42.2%；毛利率 20.3%，相较 2018 年略微提升 0.2 个百分点。社区增值服务板块的高增长是公司整体毛利润增长和毛利率提高的主要原因。2019 年社区增值服务毛利润为 4.7 亿元，占当期毛利润的 38.8%，同比增长 55.9%，在三个板块中增速最快；毛利率 40.7%，在三个板块中毛利率最高。

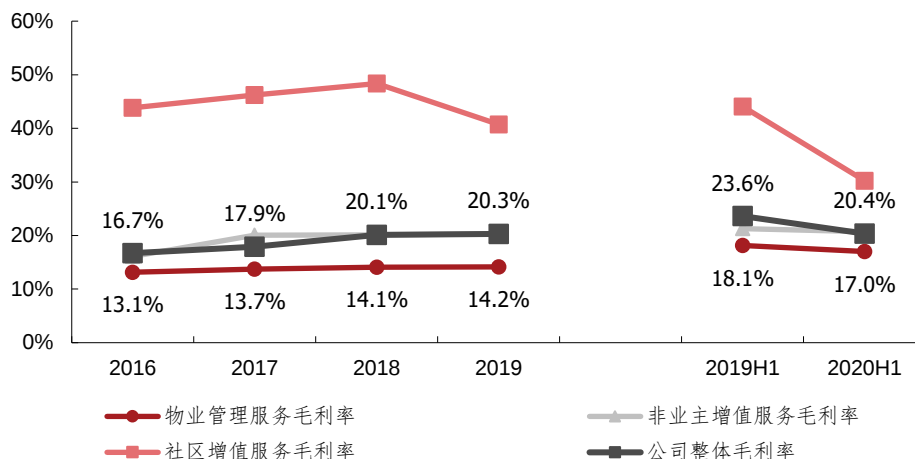
受疫情影响，2020H1 毛利润率下滑 3.2ppt。2020H1 毛利润 7.3 亿元，同比增长 10.1%；毛利率 20.4%，相较 2019H1 下滑 3.2ppt。毛利率下滑主要是因为受疫情影响，2020H1 三个业务板块毛利率皆有所下滑。物业管理服务毛利率从 2019H1 的 18.1% 下滑 1.1ppt 至 2020H1 的 17.0%，主要因为：1) 受到疫情影响，部分项目交付延迟而前期成本已经发生；2) 为提高服务品质，部分项目维修力度加大。非业主增值服务毛利率从 2019H1 的 21.3% 下滑 0.6ppt 至 2020H1 的 20.7%，主要因为：1) 受疫情影响，交付节点顺延，但成本已发生；2) 营销加大力度。社区增值服务从 2019H1 的 44.1% 大幅下滑 13.8ppt 至 2020H1 的 30.2%，主要因为该板块的业务收入结构发生改变，毛利率较低（8%-10% 左右）的美居、社区零售等垂直类业务收入占比已达一半。

图 8：2016-20H1 毛利润及同比增速



数据来源：公司公告

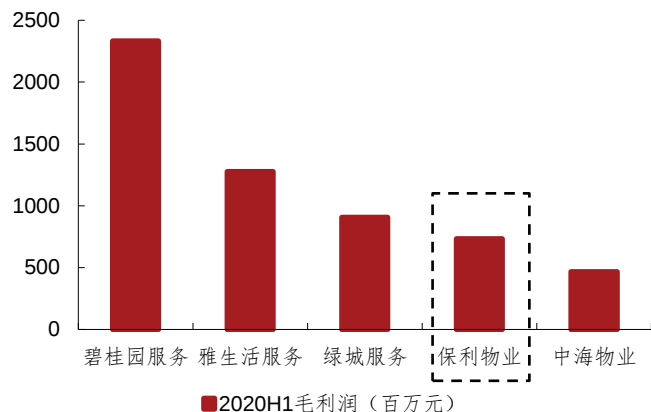
图 9：2016-2020H1 公司整体和三大业务板块毛利率



数据来源：公司公告

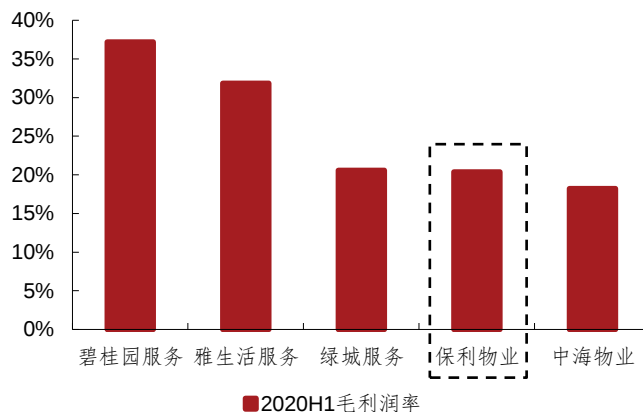
保利物业 2020H1 毛利润和毛利率在可比公司中均位列第 4。保利物业与其他公司相比毛利率较低，主要因为占营收大头的物业管理服务毛利率偏低，2020H1 保利物业物管服务毛利率 17.0%，四家可比公司平均值 22.6%。保利物业物管板块毛利率偏低主要因为：1) 往年物业费定价未市场化，为辅助楼盘销售，定价偏低；2) 公司项目在一二线城市的居多，为提供高物业服务品质成本较高。

图 10：保利物业及可比公司 2020H1 毛利润



数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

图 11：保利物业及可比公司 2020H1 毛利率



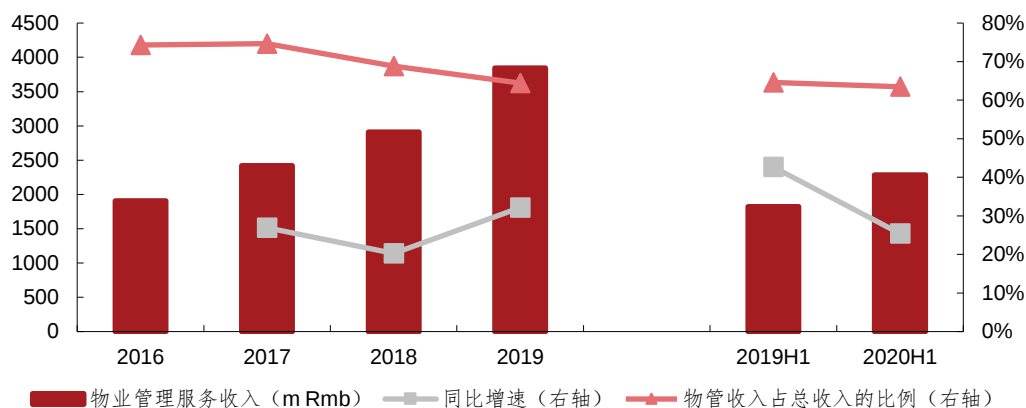
数据来源：各公司公告，克而瑞证券研究院

2. 物业管理服务总览

物管板块收入和毛利润占比逐年下降。物业管理服务是公司的基础业务，该业务板块目前仍是公司营收和利润的最大来源，但占比呈下降趋势。2019 年物业管理服务收入为 38.4 亿元（同比增长 32.1%），占公司当期总收入的 64.4%，相较 2016 年下降 9.9ppt；毛利润 5.4 亿元（同比增长 32.9%），占当期总毛利润的 45.0%，相较 2016 年下降 13.6ppt。2020H1 物业管理服务收入 22.9 亿元，同比增长 25.4%，

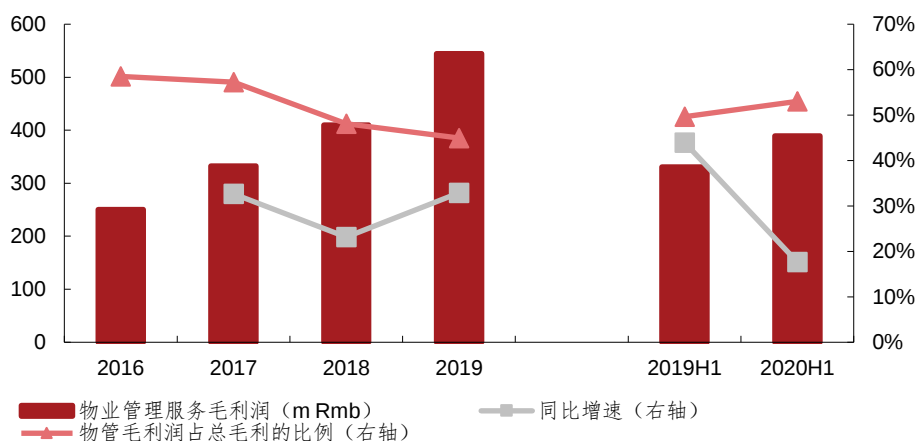
占总收入的 63.5%；毛利润 3.9 亿元，同比增长 17.7%，占总毛利润 53.0%。

图 12：2016-20H1 物业管理收入及其同比增速和物管收入占总收入的比例



数据来源：公司公告

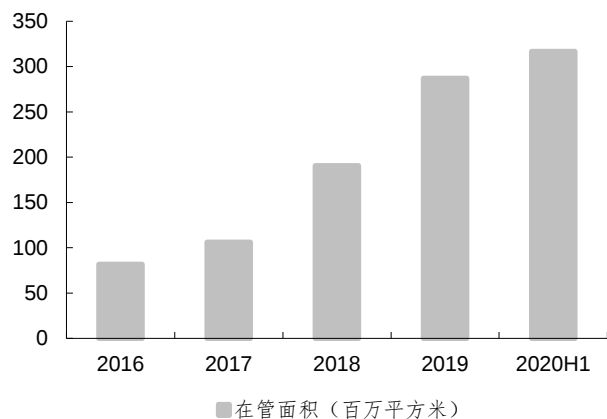
图 13：2016-20H1 物业管理毛利润及其同比增速和物管毛利润占总毛利的比例



数据来源：公司公告

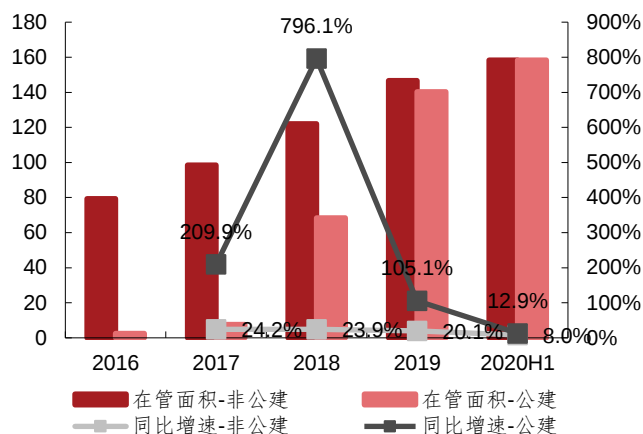
得益于公建物业项目大幅增长，在管面积增速可观。截至 2020H1，保利物业在管面积 3.2 亿方，相较 2019 年底增长 10.4%。其中公建物业增速高于其他类型物业，2020H1 在管面积中公建部分增速为 12.9%，非公建部分为 8.0%。截至 2020H1，公建物业的在管面积已占总在管的一半。

图 14: 保利物业 2016-20H1 在管面积



数据来源: 公司公告 注: 2020H1 增速为相较 2019 年底的增速

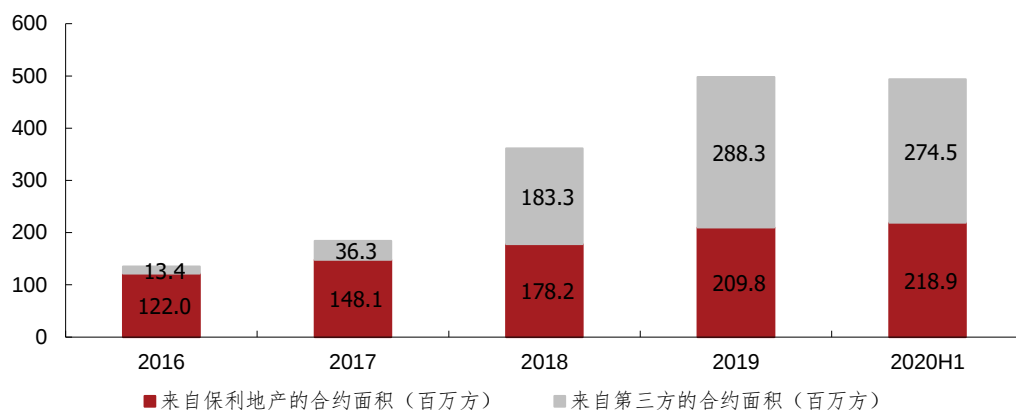
图 15: 在管面积-公建和在管面积-非公建面积



数据来源: 公司公告 注: 2020H1 增速为相较 2019 年底的增速

2020H1 合同面积下降引发市场担忧。截至 2020H1, 公司合同面积 4.93 亿方, 相较 2019 年底减少了约 1,383 万方, 主要因为中期退出了个别面积大但合同金额小 (约几百万元) 的公建项目。合同面积不增反降引发了市场对公司未来管理规模增长的担心。招股书显示, 保利物业截至 2019H1 的 4.55 亿方的合约面积中, 有四成 (1.87 亿方) 将于 2020 年底到期。我们认为公司大面积丢盘的概率不大: 1) 经与管理层沟通, 2020 年底到期的项目大部分已续约。2) 保利物业公建项目中城镇景区、高校、轨道交通等业态的占比超过一半, 这些业务一个合同期一般有 2-3 年且延续性较好。3) 从历年数据来看, 公司综合续约率很高, 2016-18 年和 2019H1 续约率分别为 99.8%、99.6%、98.2%和 99.0%。

图 16: 保利物业 2016-20H1 合约面积



数据来源: 公司公告

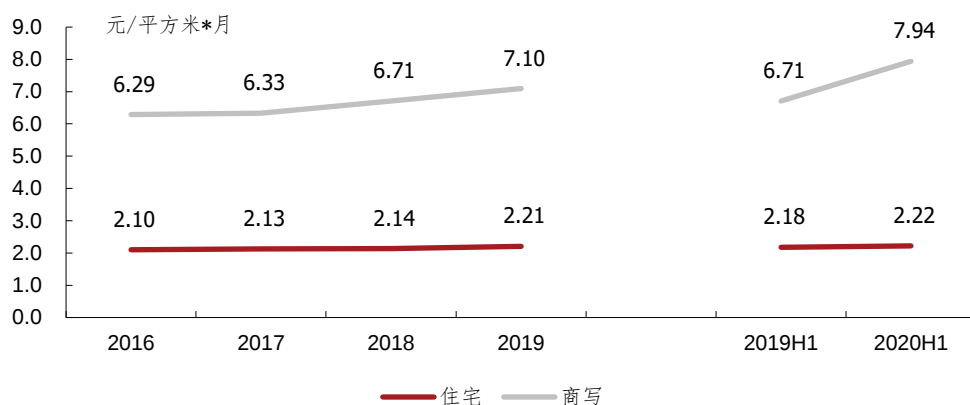
表 4: 2019H1 合同面积到期时间表

合同期限	2019H1 合同面积 (百万方)
无固定期限的物业管理合同	183.0
于合同到期后仍提供服务的物业管理合同	23.2
有固定期限且将于下列日期到期的物业管理合同	248.7
截至 2019 年 12 月 31 日	12.7
截至 2020 年 12 月 31 日	187.2
截至 2021 年 12 月 31 日	48.9
合计	454.9

数据来源: 公司公告

住宅和商写的平均物业管理费小幅提升。保利物业 2019 年住宅和商写的平均物管费分别为 2.21 元/平方米*月和 7.1 元/平方米*月, 2016-19 年的 CAGR 分别为 1.7% 和 4.1%。2020H1 平均物管费也保持提升趋势, 住宅和商写分别为 2.22 元/平方米*月和 7.94 元/平方米*月, 分别较 2019H1 提升 1.8% 和 18.3%。平均物管费的提升主要因为新项目的单价有所上升。

图 17: 2016-20H1 平均物管费呈提升趋势



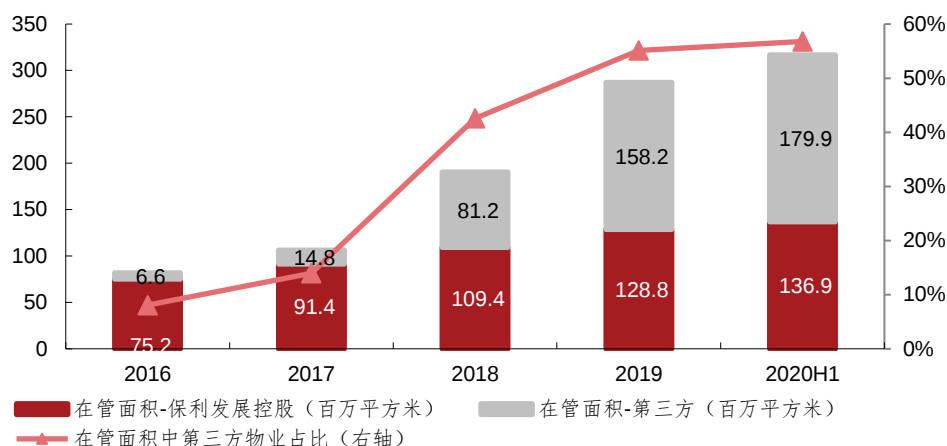
数据来源: 公司公告

2.1. 按项目来源划分

按照不同的项目来源, 我们将保利物业的物业管理项目分为来自保利发展控股和来自第三方物业两类。

在管面积中第三方占比逐年提升, 现已超过保利发展控股。保利物业 2020H1 在管面积中第三方占比已达 56.8%, 主要因为近年来公共及其他物业的在管面积增长迅速。

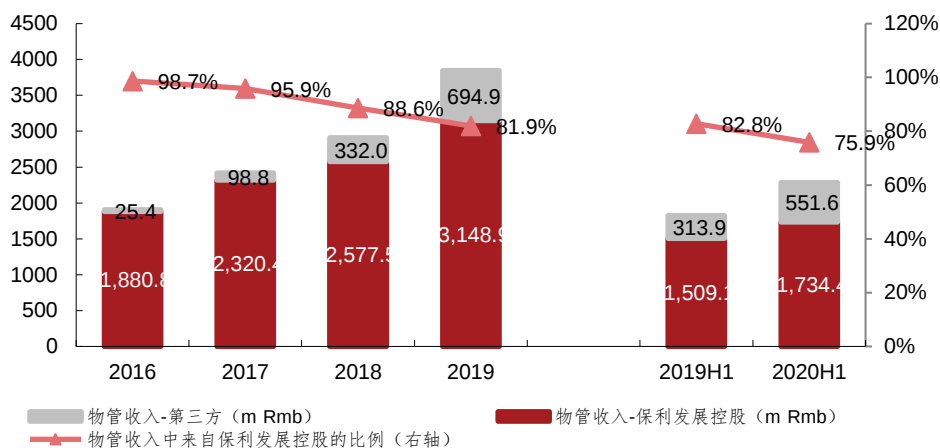
图 18: 2016-20H1 在管面积中第三方占比



数据来源: 公司公告

物业管理服务收入中仍超七成来自保利发展控股。保利物业 2020H1 物业管理服务收入 17.3 亿元, 其中由保利发展控股项目贡献的比例为 75.9%, 相较 2016 的 98.7% 已经下降了 22.8ppt。结合在管面积的占比可以发现, 来自保利发展控股的项目虽然只有 43% 的在管面积占比但贡献了 76% 的收入, 这主要是因为第三方在管中公建物业占大头, 而该类物业并非按每平方米在管面积进行收费, 是在考虑了公司的服务成本及合理的目标利润率后整体定价。

图 19: 2019H1 物管收入中来自保利发展控股的比例仍超八成



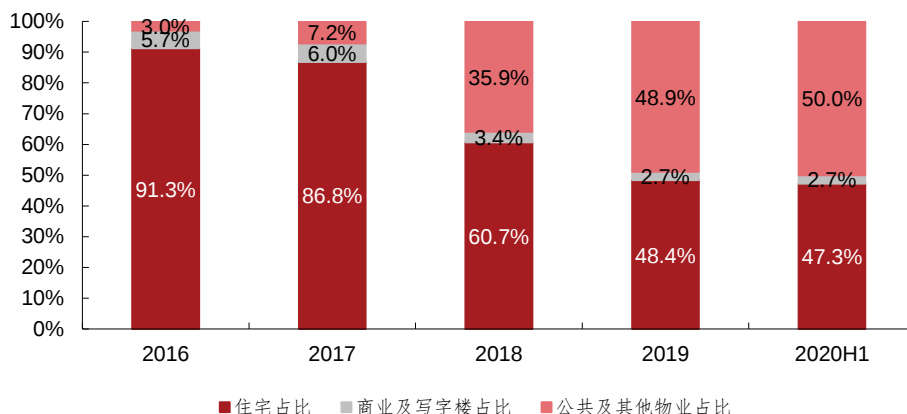
数据来源: 公司公告

2.2. 按物业类型划分

按照不同的物业类型, 我们将保利物业的物业管理项目分为住宅、商业及写字楼(简称“商写”)和公共及其他物业(简称“公建”)三类。

在管面积构成中, 公建物业占比提升显著, 住宅占比下降明显, 商写占比亦有所下降。在管面积中的公建物业占比在 2018 年有了大幅提高, 从 2016 年的 3.0% 提升至 35.9%。2020H1 保利物业的公建物业在管面积为 1.6 亿平方米, 占总在管面积的比例进一步提升至 50.0%, 超过住宅成为在管面积中的第一大物业类型。

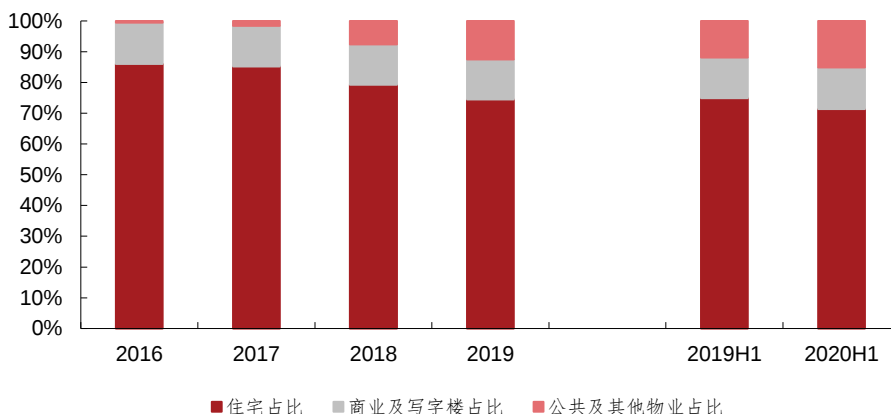
图 20：2016-19H1 在管面积中各类物业项目占比



数据来源：公司公告

住宅仍是物管收入最大贡献来源。虽然 2020H1 在管面积中的住宅占比不及公建，但其仍贡献了当期 71.3% 的物管收入。值得一提的是，2020H1 在管面积占比仅为 2.7% 的商写贡献了当期 13.5% 的物管收入。我们认为管理规模的比较在同一类型物业种进行才有意义，多种物业混合后再比较规模有失偏颇，公建面积虽大，但对收入贡献效率远不及住宅和商业。

图 21：2016-20H1 物管收入中各类物业项目占比



数据来源：公司公告

随着公司“大物业”战略的有序推进，公司在公建物业上持续发力。保利物业 2020 年不断中标公共服务项目，据克而瑞证券不完全统计，单个项目中标金额跨度大，从 100 多万元至 4,000 多万元皆有。

表 5：保利物业 2020 年中标的部分项目

项目名称	中标时间	中标金额 (百万元/年)
嘉善县天凝镇全域公共服务管理及镇区保洁服务项目	2020/5/19	24.6
河南省洛阳市涧西区道路清扫保洁服务项目（3 包）	2020/5/25	9.0
合肥地铁项目	2020/6/23	18.8
山东省郯城县归昌乡城乡环卫一体化保洁服务项目	2020/7/21	1.6
浙江省湖州市南浔区南浔镇生活垃圾减桶提质服务采购项目（2 包）	2020/8/12	2.5
浙江省嘉善县天凝镇天凝村、东顺村、凝南村四位一体环境保洁服务项目	2020/8/18	1.8
山东省济南市历城区唐王街道办事处道路保洁和垃圾清运服务项目	2020/9/16	7.4
广州市南沙区南沙街环卫清洁服务外包项目	2020/9/25	40.3
全国农业展览馆项目	2020/9/27	5.4
	合计	111.5

数据来源：乐居财经，环境司南，克而瑞证券研究院

2.3. 按收费模式划分

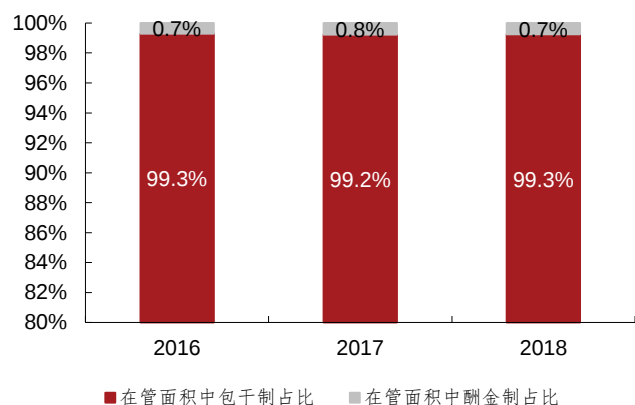
按照不同的收费模式，我们将保利物业的物业管理项目分为包干制和酬金制两类：

- 在包干制模式下，业主向物管公司支付一笔固定的物业管理费，由物管公司承担物业管理所涉及的一切成本及开支。
- 在酬金制模式下，业主向物管公司支付固定管理费，而物业管理所涉及的一切有关成本及开支皆由业主承担。

在我国物业管理行业中，主流的收费方式是包干制，尤其是对于住宅物业来说。因为包干制可以通过省去业主和住户对大额支出的若干集体决策程序，提升物管效率，激励物业管理服务商优化其服务，提高盈利能力。

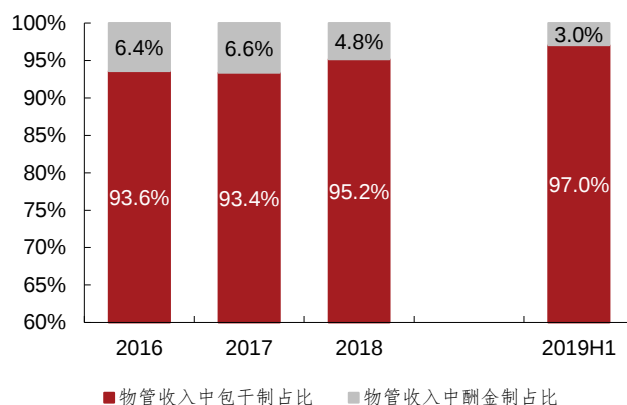
无论是在管面积占比还是对物管收入的贡献，保利物业的项目中都是包干制为主。2018 年在管面积中包干制占比为 99.3%，物管收入中包干制占比为 95.2%。

图 22：2016-18 年在管面积中包干制占比 99%以上



数据来源：公司公告

图 23：2016-19H1 物管收入中包干制占比 93%以上



数据来源：公司公告

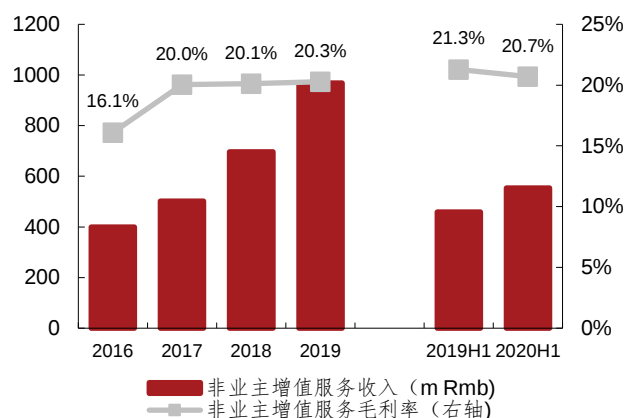
3. 非业主增值服务

非业主增值服务主要是保利物业向开发商提供的增值服务，主要包括案场协销服务和其他非业主增值服务两类：

- 案场协销服务主要指物业公司给开发商提供过的协助项目销售的服务，主要包括访客接待、清洁、安保检查和维护。
- 其他非业主增值服务主要指咨询、承接查验、交付和商业运营服务。该块业务通常与关联地产公司的关联程度较高。

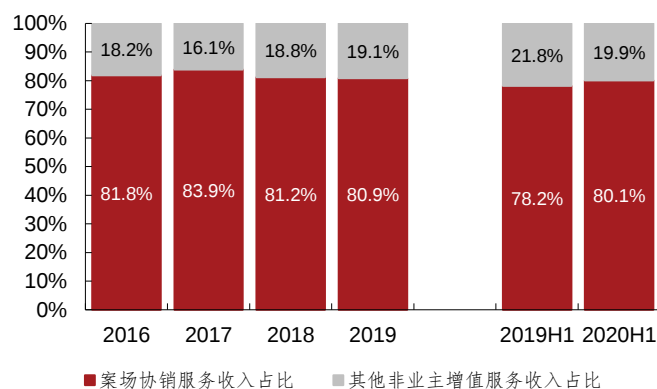
非业主增值服务收入增速和毛利率都较为稳定。保利物业 2019 年非业主增值服务收入 9.7 亿元，同比增速 39.1%，毛利率 20.3%；2020H1 非业主增值服务收入 5.5 亿元，受疫情影响同比增速下滑至 20.8%，毛利率 20.7%。案场协销服务是非业主增值服务收入的主要来源，在 2020H1 非业主增值服务收入中占 79.5%。

图 24：2016-20H1 非业主增值服务收入及毛利率



数据来源：公司公告

图 25：2016-20H1 非业主增值服务收入构成



数据来源：公司公告

4. 社区增值服务

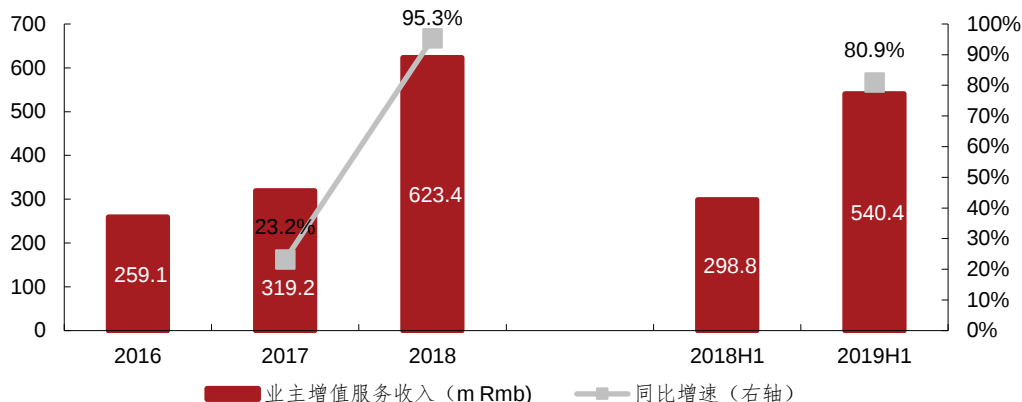
社区增值服务指的是保利物业向业主和住户提供的帮助居住者解决日常需要的增值服务，也是我们认为能够体现物业公司能力和增长潜力的一块业务。保利物业的社区增值服务主要分为社区生活服务和社区资产增值服务两类：

- 社区生活服务：购物协助、拎包入住、家政服务和其他的定制服务。
- 社区资产增值服务：停车场管理服务、公共区域的出租等。

保利物业的社区增值服务高速发展。2019 年保利物业社区增值服务收入 11.5 亿元，2017-19 年收入复合增速为 90.2%。2020H1 收入 5.4 亿元，同比增长 40.8%；社区增值服务占总收入的比例为 21.1%，相较 2019H1 提升了 2.0ppt。为业主服务的社区增值服务收入占比提升是我们认为较好的营收结构变化，这反应了物管公司在

基础物业管理服务之外的盈利能力提升。我们认为社区增值业务持续性强，增长空间大。

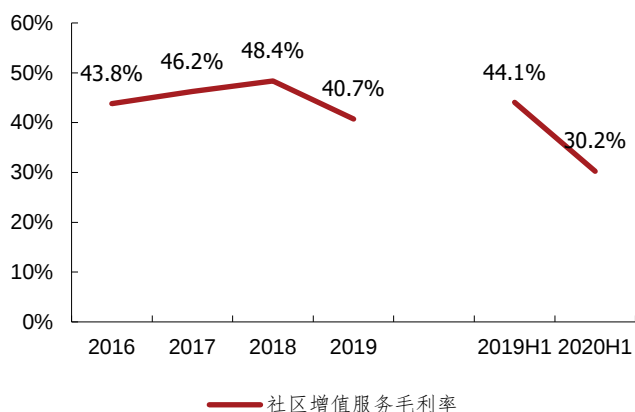
图 26：2016-19H1 社区增值服务收入及同比增速



数据来源：公司公告

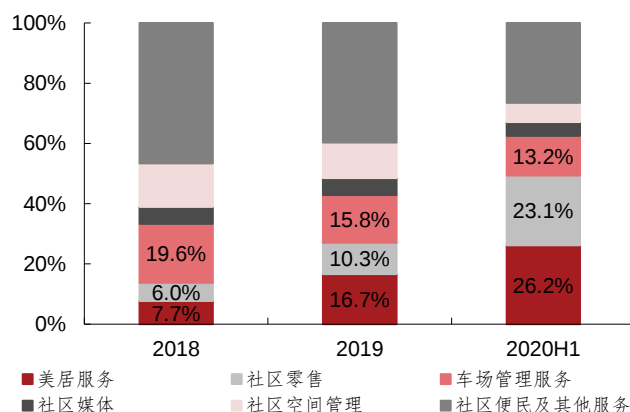
社区增值服务毛利率为三个业务板块中最高，但呈下降趋势。2019 年社区增值服务毛利率 40.7%。2020H1 毛利率 30.2%，相较 2019H1 大幅下降 13.8ppt。这主要是因为美居服务和社区零售等毛利率较低（约 8%~10%）的业务收入占比大幅提升。2020H1 美居服务和社区零售收入分别占社区生活服务总收入的 26.2%和 23.1%，合计近一半。

图 27：2016-20H1 社区增值服务毛利率



数据来源：公司公告

图 28：2018-20H1 社区增值服务收入构成



数据来源：公司公告

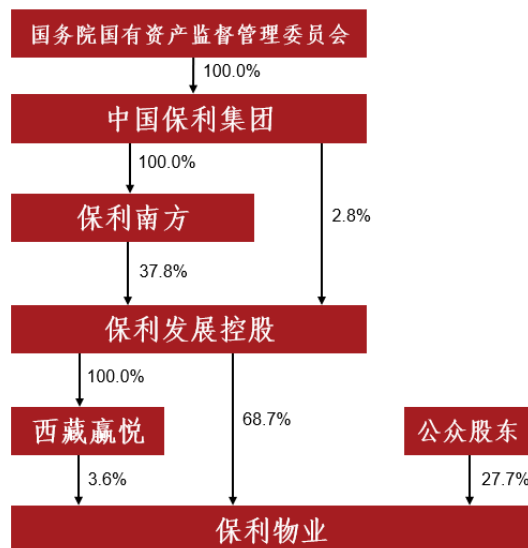
5. 股权结构

5.1. 股东结构

保利物业在港交所主板上市前，保利发展控股直接或间接合计持有其 100% 股权。保利物业上市实行超额配售权后，保利发展控股直接或间接合计持有其 72.3% 股权，公众股东持有 27.7% 股权。保利发展控股的第一大股东是中国保利集团，其最终实

际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。此外，保利物业引进四名基石投资者，分别为新加坡政府投资（认购 8,500 万美元）、高瓴资本（认购 3,500 万美元）、中国国有企业结构调整基金（认购 3,000 万美元）和中交建（认购 3,000 万美元），合计 1.8 亿美元。

图 29：保利物业股权结构（截至 2020 年 10 月）

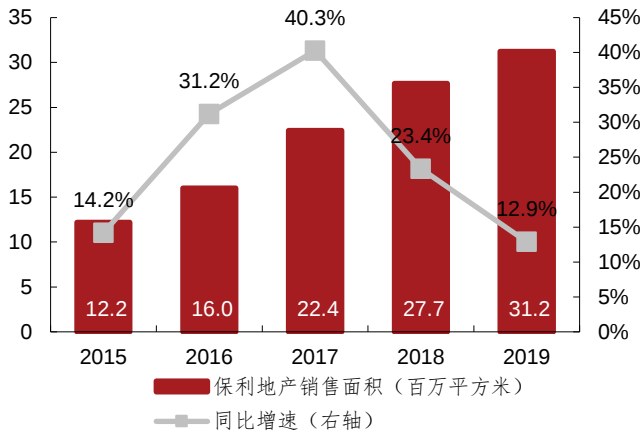


数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

5.2. 保利发展控股简介

保利发展控股成立于 1992 年，2006 年在 A 股上市，股票代码“600048.SH”，股票简称“保利地产”。保利地产是专注于房地产开发及销售的大型企业集团，深耕地产行业多年，目前已经涵盖住宅、写字楼、星级酒店、购物中心、商贸会展、高端休闲地产等多种业态；形成了覆盖珠三角、长三角、环渤海、中部、西南主要经济圈、遍布全国 60 个主流城市的战略布局。据保利地产公告披露，2019 年保利地产实现签约面积 3,123 万平方米，同比增长 12.9%；实现签约金额 4,618 亿元，同比增长 14.1%。克而瑞销售排行榜显示，保利地产 2020 年 1-9 月权益销售金额 2,648 亿元，在排行榜上位列第 4。保利地产的稳健发展为保利物业的业绩增长打下了坚实基础。

图 30：保利地产近 5 年签约销售面积



数据来源：保利地产公司公告

图 31：保利地产 2020 年 1-9 月权益销售金额位居第 4

2020年1-9月·中国房地产企业
销售榜TOP200

排名	企业简称	全口径金额 (亿元)	排名	企业简称	权益金额 (亿元)
1	碧桂园	6153.1	1	中国恒大	5058.6
2	中国恒大	5319.2	2	碧桂园	4437.7
3	万科地产	4927.0	3	万科地产	3202.6
4	融创中国	3808.0	4	保利发展	2648.0
5	保利发展	3673.0	5	融创中国	2574.0
6	中海地产	2587.9	6	中海地产	2418.2
7	绿地控股	2178.0	7	绿地控股	1960.2
8	世茂集团	2012.2	8	世茂集团	1408.5
9	华润置地	1910.0	9	招商蛇口	1316.0
10	招商蛇口	1902.5	10	龙湖集团	1311.6

数据来源：CRIC

6. 未来发展战略

保利物业未来会加速“大物业+小场景+新社区”建设，强化数字驱动。

➤ **大物业：**坚持全业态规模化发展，会通过多渠道扩大管理规模，住宅、商办和公共服务三大业态并行发展。

1. 住宅方面，着重做优。鉴于当前住宅物管公司并购市场竞争激烈，价格已相对较高，公司不倾向于通过并购做大住宅管理规模，更多靠内生增长，包括承接保利发展控股的新盘和市场第三方拓展（与中小型开发商联盟，或与地方国企合作）。
2. 商办方面，着重做大。保利物业于 2019 年 7 月发布了“星云企服”商办物业服务品牌，探索从基础物管到企业的后勤服务的全过程，打造成成熟模式后再推广。此外，管理层在业绩会上表示，未来会加强地标性商办物业的拓展力度。
3. 公服方面，着重做强。公共服务是公司重点拓展的业态，未来会在不同细分业态上加大资源去拓展，尤其是城镇景区、轨道交通和高校这三个业态。公司将通过三个渠道获取公服项目：1）参加政府招投标；2）加强与地方国资平台的合作力度，比如与城投公司成立 JV 拓展城投相关项目；3）收并购。我们认为保利物业在公服方面具备四个优势：1）规模大，有先发优势。保利物业已经在 23 个省，68 座城市提供公服服务，公服管理规模已破 1 亿方，在全国物管公司中位列前茅；2）探索早，管控标准体系完善。保利物业 2016 年开始探索公服，属于市场上较早关注该类型的物管公司，对公服细分业态的管控标准探索也早，已制定较为完善的体系；3）人才培养体系完善。保利物业筹建了公共服务学院，不断培养专业服务人

才支持业务快速发展；4) 具有央企背景和品牌优势，在承接政府、事业单位的项目时，洽谈渠道更畅通。

➤ **小场景：**

1. 针对每个物业服务经典场景，建立相应服务标准体系，匹配预算成本管控与人员管理，提高管理精细度。
2. 加快标准化的全国落地，公司未来会通过铁三角学院¹、星耀公服专才计划²、星海指挥官计划³等计划提升员工的专业能力，保障服务品质。

➤ **新社区：**围绕客户需求，提供高品质的社区增值服务产品。未来在该板块会开发更多业务线，提高增值服务渗透率。公司计划在政府政策引导的家政、养老、社区教育等服务，消费升级需要的社区零售，受益地产交付高峰的美居等服务上重点发力。

➤ **数字驱动：**

1. 针对业主高频使用的物业场景进行智能化改造。
2. 加速管理信息系统、智能停车系统等信息基础设施的全面升级，开展物联网、大数据在社区场景的探索应用。
3. 推进智慧城镇、智能楼宇、智能校园等专项信息化工具的研究试点。

1 铁三角学院主要对管家、工程和安防三类业务人员进行核心业务能力培训

2 星耀公服专才计划主要为了培养公共服务板块的人才

3 星海指挥官计划旨在通过“培训分享、工具赋能、实战演练”的形式，提升公司经营管理人员“战略规划与落地、目标管理与执行、组织运营与提效、数字化经营”的能力

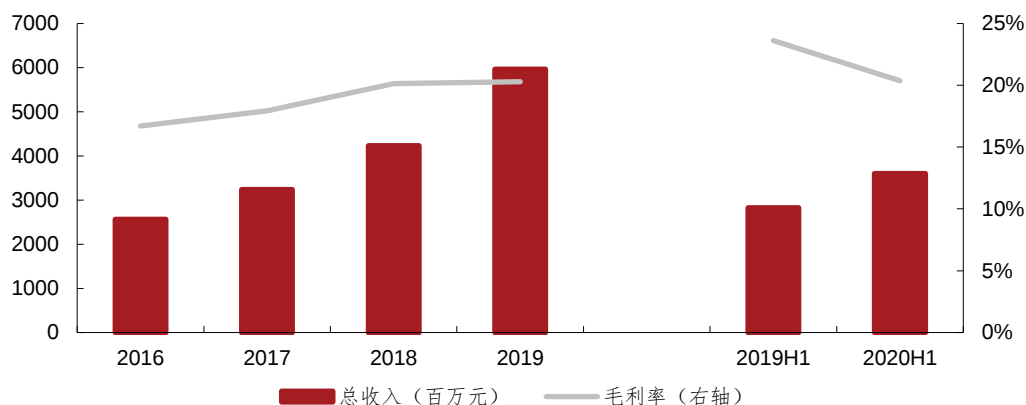
财务

保利物业 2019 年收入 59.7 亿元, 2017-19 年 CAGR 为 35.7%。我们预计 2020-21 年收入将分别以 31.6% 和 27.9% 的增速增至 78.5 亿元和 100.5 亿元。2020 年社区增值服务毛利率的大幅下滑将拉低整体毛利率至 18.7%, 而 2021 年随着社区增值服务收入占比的提升, 又将小幅提升至 19.3%。我们预计 2020-21 年归母净利润将分别以 37.6% 和 27.4% 的增速增至 6.7 亿元和 8.6 亿元。2019 年, 归母净利润率 8.2%, 我们预计 2020-21 年将小幅提升至 8.6%。保利物业账面现金充裕, 截至 2020 年 6 月底, 保利物业净现金 72.5 亿元。受益 96.0% 的高收缴率, 保利物业 2017-19 年贸易应收账款占收入的比例均在 7% 以下, 在可比公司中最低。保利物业于 2019 年 12 月在港交所上市, 公司净资产短期迅速扩大, 使得 ROE 从 2018 年的 63.4% 快速下滑至 2019 年的 17.2%。我们预计 2020 年将进一步下滑至 12.1%, 2021 年会回升至 13.3%。

1. 2016-20H1 年财务分析

保利物业 2019 年收入 59.7 亿元, 2017-19 年 CAGR 为 35.7%; 2020H1 收入 36.0 亿元, 同比增长 27.6%。2019 年毛利润为 12.1 亿元, 同比增长 42.2%; 毛利率 20.3%, 相较 2018 年提升 0.2 个百分点。2020H1 毛利润 7.3 亿元, 同比增长 10.1%; 毛利率 20.4%, 相较 2019H1 下滑 3.2ppt。

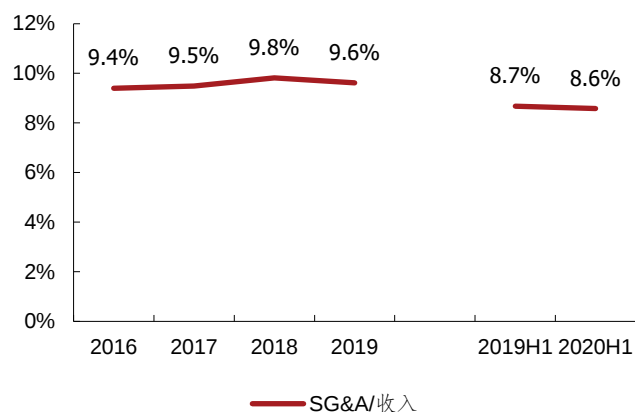
图 32: 2016-20H1 收入和毛利率



数据来源: 公司公告

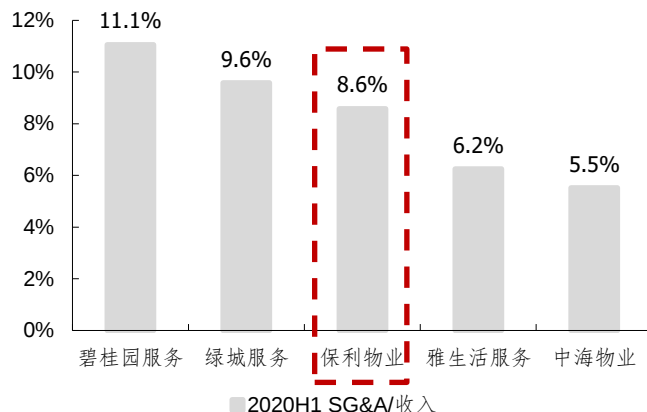
管理效率稳定。保利物业 2016-19 年 SG&A 占收入的比例基本稳定, 在 9.4% 和 9.8% 之间。2020H1 该比例为 8.6%, 在可比公司中处于中等水平。

图 33: 保利物业 2016-20H1 SG&A/收入



数据来源: 公司公告

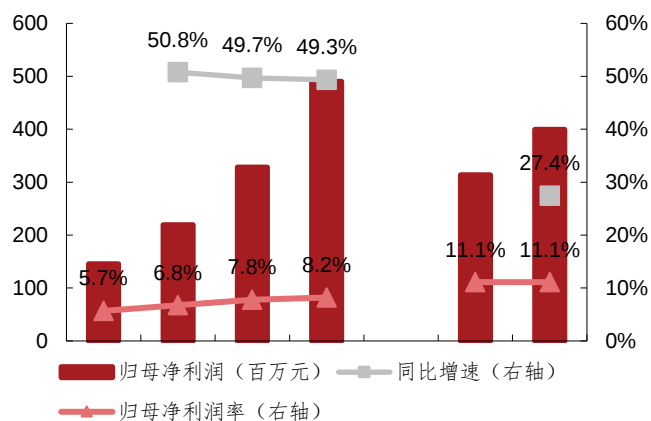
图 34: 保利物业与可比公司 2020H1 SG&A/收入



数据来源: Wind

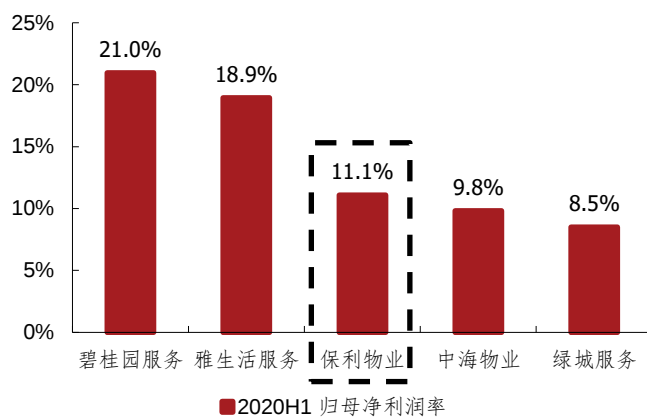
利润高速增长, 利润率稳步提升。保利物业 2019 年归母净利润 4.9 亿元, 2017-19 年 CAGR 达 49.5%, 2020H1 归母净利润 4.0 亿元, 同比增速 27.4%。2019 年归母净利润率稳步提升至 8.2%, 相较 2016 年提升 2.5ppt。2020H1 归母净利润率 11.1%, 与 2019H1 持平, 在可比公司中处于第 3 名。

图 35: 保利物业 2016-20H1 归母净利润及同比增速



数据来源: 公司公告

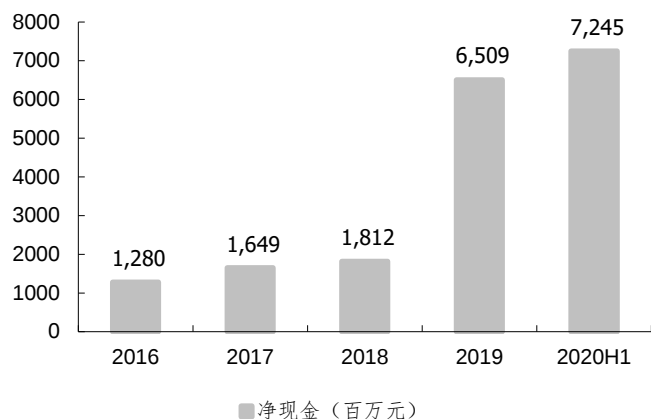
图 36: 保利物业与可比公司归母净利润率



数据来源: Wind

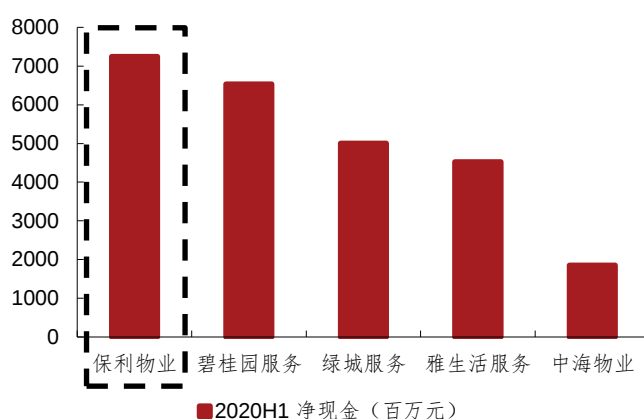
账面现金充裕, 净现金超 70 亿元。保利物业历年账面均保持净现金状态, 2019 年 12 月上市募集资金后, 账面现金更为充裕。截至 2020 年 6 月底, 保利物业净现金 72.5 亿元, 相较 2019 年底增长 11.3%, 即净增加 7.4 亿元, 其中约 5.5 亿元来自超额配售所得。截至 2020H1, 保利物业在可比公司中账面现金最为充裕。

图 37: 保利物业 2016-20H1 净现金



数据来源: 克而瑞证券研究院

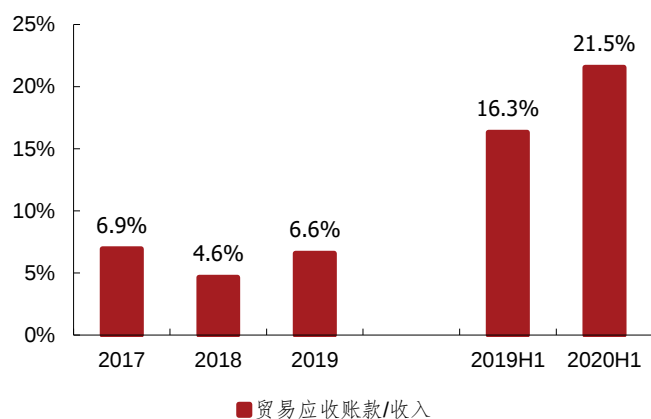
图 38: 保利物业与可比公司 2020H1 净现金



数据来源: 克而瑞证券研究院

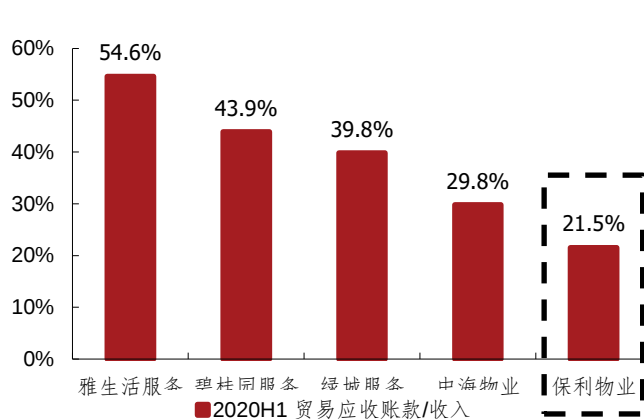
受益高收缴率, 贸易应收账款占收入比例在可比公司中最低。保利物业历年贸易应收账款占收入的比例都较低, 2017-19 年均在 7%以下。受疫情影响, 2020H1 为 21.5%, 相较 2019H1 提升 5.2 个百分点, 但在可比公司中最低。我们认为这主要得益于保利物业 96.0%的高收缴率。

图 39: 保利物业 2016-20H1 贸易应收账款/收入



数据来源: 公司公告

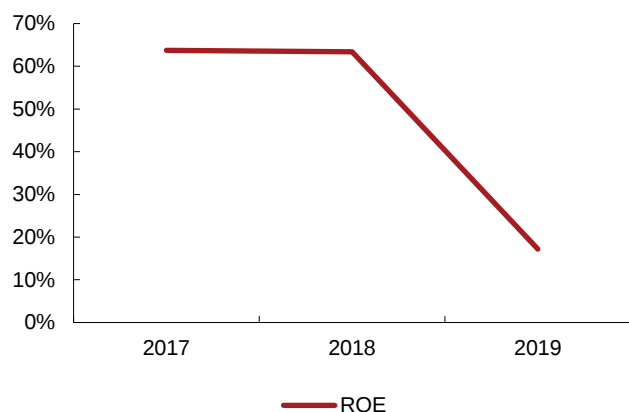
图 40: 保利物业与可比公司 2020H1 贸易应收账款/收入



数据来源: Wind

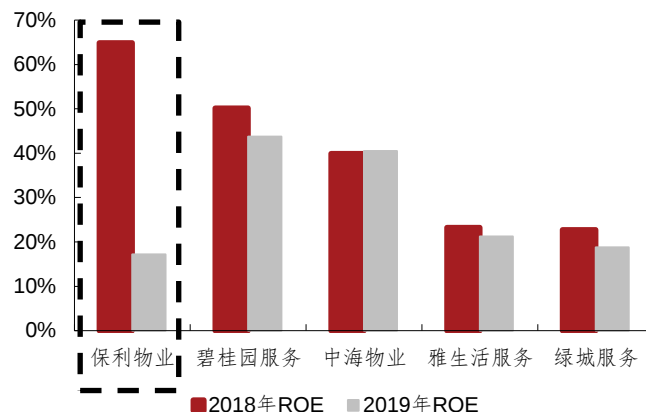
ROE 有待回升。保利物业 2019 年 ROE17.2%, 相较 2018 年骤降 46.2ppt, 主要因为公司于 2019 年底上市, 募集资金 52.7 亿港元, 短期快速扩大了净资产, 但该部分资金尚未创造营收带来利润, 故当年 ROE 骤然下降。我们认为未来随着公司对募集资金的使用带来收益, ROE 会回升。保利物业 2018 年 ROE 位于可比公司第 1, 2019 年位于第 5。

图 41: 保利物业 2016-19 年 ROE



数据来源: 公司公告

图 42: 保利物业与可比公司 2018-19 年 ROE



数据来源: Wind

2. 2020-21 年预测

基于公司 2020H1 的业绩和我们的分析,我们预计保利物业 2020-21 年收入将分别以 31.6%和 27.9%的增速增至 78.5 亿元和 100.5 亿元。

其中物业管理服务业务中主要有住宅、商业、公建三大类。我们预计 2020 年住宅的在管面积将达 1.6 亿方,同比增速 14.4%;商业及写字楼 980 万方,同比增速 2.6%。我们预计公建业态的物业管理服务收入将是三个业态中增速最快的,将以 82.1%的增速增长至 8.8 亿元。综合来看,物业管理服务整个板块的收入随着基数变大,收入增速将逐年放缓,预计 2020-21 年收入为 48.8 亿元和 59.8 亿元,收入增速分别为 26.9%和 22.5%;但毛利率预计有小幅提升,预计将于 2021 年提升至 14.7%。

我们预计非业主增值服务收入增速维持在 30.0%的水平,毛利率维持在 2019 年的水平。

社区增值服务是公司大力发展的业态,我们预计该块收入增速是三个板块中最快的,预计 2020 和 2021 该板块的收入增速为 48.4%和 42.0%。但其毛利率 2020 年因为收入结构的改变而下降至 30%,预计 2021 年基本维持在该水平。

表 6: 2019-21E 核心运营数据

	2019	2020E	2021E
总收入 (百万元)			
物业管理服务	3,844	4,879	5,977
非业主增值服务	969	1,259	1,637
社区增值服务	1,154	1,712	2,432
合计	5,967	7,851	10,045
同比增速			
物业管理服务	32.1%	26.9%	22.5%
非业主增值服务	39.1%	30.0%	30.0%
社区增值服务	85.2%	48.4%	42.0%
合计	41.1%	31.6%	27.9%
毛利率			
物业管理服务	14.2%	14.4%	14.7%
非业主增值服务	20.3%	20.3%	20.3%
社区增值服务	40.7%	30.0%	30.0%
整体毛利率	20.3%	18.7%	19.3%

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

我们预计公司 2020-21 年归母净利润将分别以 37.6%和 27.4%的增速增至 6.7 亿元和 8.6 亿元, 2020-21 年归母净利润率维持在 8.6%水平。2019 年公司派发了约 1.7 亿元股利, 相当于 34%的派息率。2020H1 公司不派发中期股息。公司管理层表示, 未来每年派息率水平会维持在 30%以上。

表 7: 2019-21E 核心财务数据

单位: 百万元	2019	2020E	2021E
收入	5,967	7,851	10,045
毛利润	851	1,211	1,470
毛利率	14.3%	15.4%	14.6%
经营性费用	(574)	(746)	(942)
其他收入	8.93	76.95	30.00
息税前利润	646	801	1026
息税前利润率	10.8%	10.2%	10.2%
净利息收入/支出	24.7	118.7	143.0
所得税	(182)	(243)	(309)
实际税率	26.6%	26.0%	26.0%
少数股东权益	13	17	20
归母净利润	491	675	860
归母净利润率	8.2%	8.6%	8.6%

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

公司上市融资后账面现金充裕, 预计截至 2020 年底, 账面净现金超过 78 亿元。考虑到公司作为国企, 在收并购方面的考虑更为谨慎, 我们的预测中尚未囊括公司可能发生的收并购。预计 2021 年底, 公司账面净现金将突破 86 亿元。

保利物业于 2019 年 12 月在港交所上市, IPO 募集资金 45.8 亿港元, 超额配售 6.9 亿港元, 合计募得 52.7 亿港元。公司净资产短期迅速扩大, 使得 2020 年 ROE 下滑至 12.1%。基于我们的预测, 预计 2021 年会回升至 13.3%。

表 8：2019-21E 资产负债表核心数据

单位：百万元	2019	2020E	2021E
固定资产	99	101	98
无形资产	96	96	96
对外投资及其他长期资产	73	73	73
营运资本变动	(1,629)	(1,881)	(2,019)
在使用资本--资本端	(1,361)	(1,612)	(1,752)
净负债	(6,509)	(7,831)	(8,649)
长期负债	25	25	25
所有者权益	5,122	6,194	6,871
在使用资本--负债端	(1,361)	(1,612)	(1,752)
ROE	17.2%	12.1%	13.3%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

物管行业概况

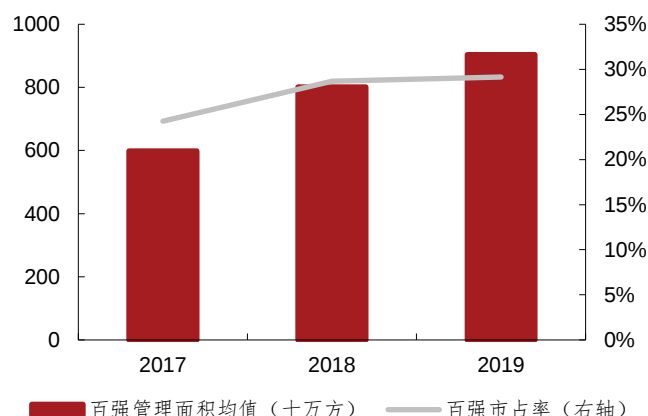
物业百强集中度不断提升，物业百强管理面积市占率由 2010 年的 7.8% 增长至 2019 年的 29.2%。基础物管服务收入占比七成以上，多种经营服务收入占比提升。2019 年百强企业的多种经营服务的占比达到 23.97%，较上年增加 1.5 个百分点。受益多种经营服务的发展，百强物管公司净利率逐年提升。2019 年百强净利率为 10.2%，较 2018 年提升 1.2 个百分点。主要因为多种经营服务的发展，该块业务相较基础物管利润率更高。2019 年百强的多种经营服务净利润 8,692 万元，同比增速 60.7%，基础物管净利润 1.3 亿元，同比增速约 25%。非住宅物业单价更高。2019 年，百强企业管理项目平均物业费 3.02 元/平方米*月，其中，住宅物业费为 2.28 元/平方米*月，非住宅物业费为 4.68 元/平方米*月。

1. 2020 物业百强概况

1.1. 百强集中度提升

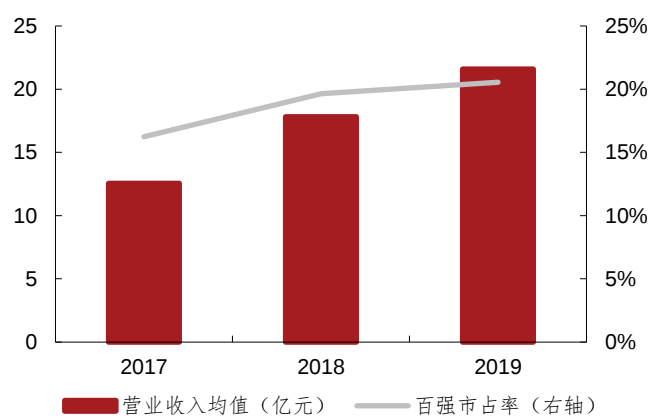
物业百强集中度不断提升。根据中物研协的数据，2019 年物业百强企业管理面积均值为 9,038 万平方米，同比增长 12.9%。物业百强管理面积市占率由 2010 年的 7.8% 增长至 2019 年的 29.2%。2019 年物业百强企业营收均值为 21.6 亿元，同比增长 21.3%。物业百强 2019 营收市占率达 20.6%，相较 2018 年提升 0.9 个百分点。

图 43：物业百强 2019 年管理均值及市占率



数据来源：中物研协，克而瑞证券研究院

图 44：物业百强 2019 年营业收入均值及市占率



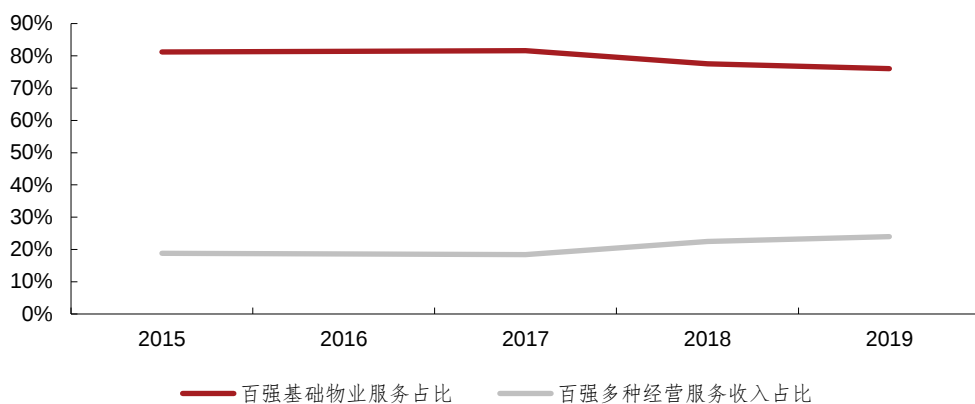
数据来源：中物研协，克而瑞证券研究院

1.2. 多种经营服务收入占比提升

基础物管服务收入占比七成以上，多种经营服务收入占比提升。随着物业公司流量入口这一价值被发现，无论是资本市场，还是物业公司管理层，都将目光投向了多种经营业务，期望基于在管项目挖掘更多价值，提高管理面积坪效。从数据来看，百强物管公司的多种经营服务收入占比逐年小幅提升。2019 年多种经营服务的占

比达到 23.97%，较上年增加 1.5 个百分点。

图 45：百强物管公司多种经营收入占比

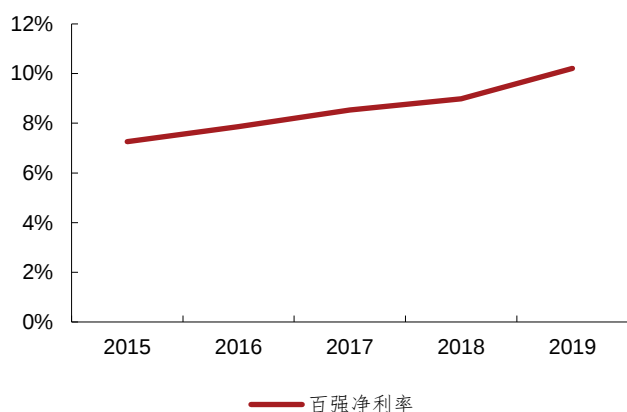


数据来源：中物研协，克而瑞证券研究院

1.3. 净利率持续提升

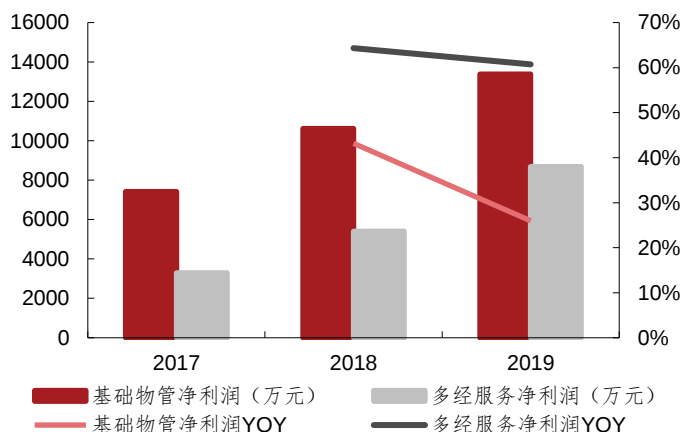
受益多种经营服务的发展，百强物管公司净利率逐年提升。2019 年百强物管公司净利润均值 2.21 亿元，同比增长 37.7%。2019 年百强净利率为 10.2%，较 2018 年提升 1.2 个百分点。主要因为多种经营服务的发展，该块业务相较基础物管利润率更高。从数据来看，多种经营服务净利润增速高于基础物管。2019 年百强的多种经营服务净利润 8,692 万元，同比增速 60.7%，基础物管净利润 1.3 亿元，同比增速约 25%。

图 46：百强物管公司 2015-19 年净利率



数据来源：中物研协，克而瑞证券研究院

图 47：多经服务净利润增速高于基础物管

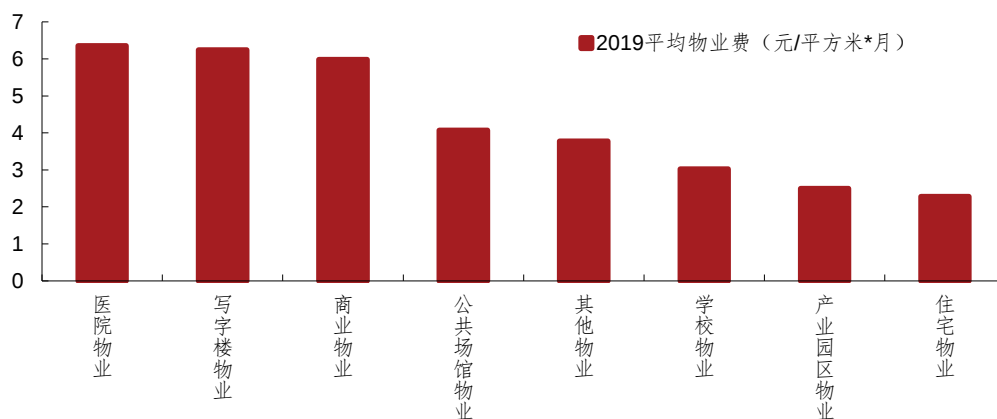


数据来源：中物研协，克而瑞证券研究院

1.4. 医院物业平均物业费最高，住宅物业最低

相较住宅物业，非住宅物业单价更高。2019 年，百强企业管理项目平均物业费 3.02 元/平方米*月，其中，住宅物业费为 2.28 元/平方米*月，非住宅物业费为 4.68 元/平方米*月。具体来看，医院物业和写字楼物业费分别为 6.35 元/平方米*月和 6.24 元/平方米*月。商业物业、公众场馆物业、学校物业、产业园区物业和其他物业业务物业费分别为 5.98 元/平方米*月、4.07 元/平方米*月、3.02 元/平方米*月、2.50 元/平方米*月和 3.78 元/平方米*月，均高于住宅物业费水平。

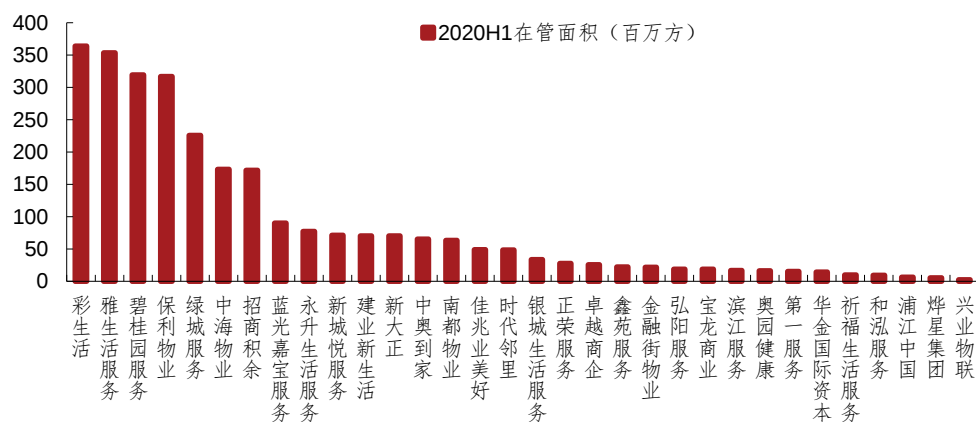
图 48：百强物管公司 2019 年各业态物业费水平



数据来源：中物研协，克而瑞证券研究院

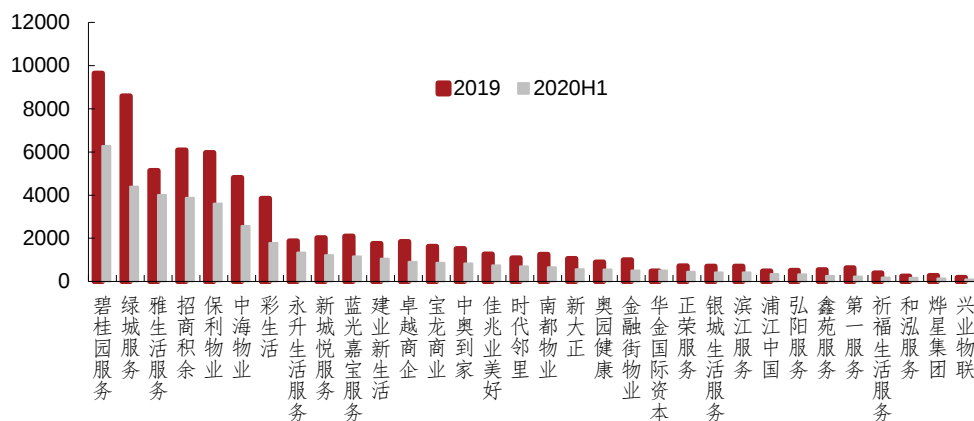
2. 已上市物管公司概况

图 49：上市物管公司 2020H1 在管面积情况



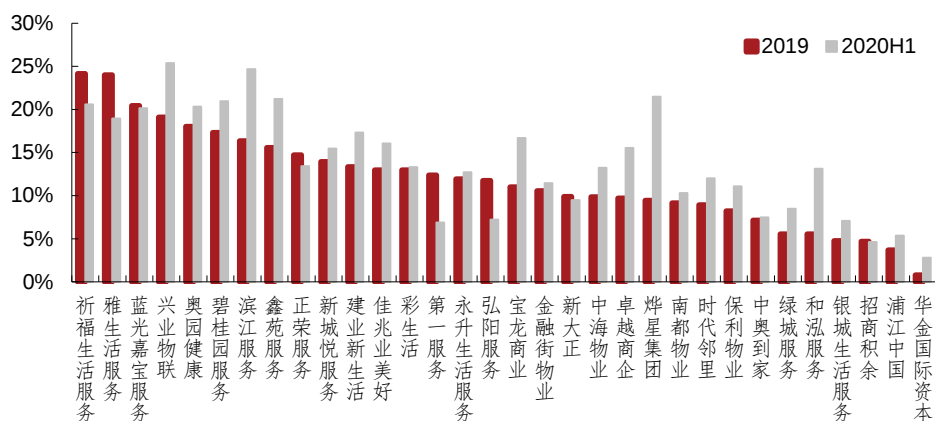
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院 注：卓越商企服务截至 2020 年 5 月底，第一服务截至 2020 年 4 月底

图 50: 上市物管公司 2019&2020H1 收入



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院 注: 卓越商企服务 2020H1 的数据是截至 2020 年 5 月底, 第一服务截至 2020 年 4 月底

图 51: 上市物管公司 2019&2020H1 归母净利润率



数据来源: Wind 克而瑞证券研究院 注: 卓越商企服务 2020H1 的数据是截至 2020 年 5 月底, 第一服务截至 2020 年 4 月底

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系:

克而瑞及其子公司, 母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管,除了向 CEO 直接汇报外,分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序,以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序,并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall), 以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价的表现:

强烈推荐: 公司股价涨幅(复权后)超 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅(复权后)介于 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度(复权后)介于±5%之间

回避: 公司股价跌幅(复权后)超 5%以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司, 或与此有关的任何其他人士提供任何信息或陈述或保证。特别是, 本文所表达的意见, 估算和预测完全是本文作者的意见, 估计和推测, 而不是作为上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司或任何其他人士或作为任何发售的管理人或承销商的意见, 估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息, 但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实, 以及其中所表达的意见, 估计, 预测和推测, 截至本报告日期, 如有变更, 恕不另行通知。对于本报告所含信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 不作任何明示或暗示的陈述或保证, 也不应依赖于这些信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 而且克而瑞证券有限公司, 上述被研究公司, 其股东, 或任何其他人士, 对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失, 均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽的一部分, 本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础, 也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或认购证券的决定, 必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考, 不得以任何目的复制, 分发或直接或间接传递给任何其他人士或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国, 加拿大或日本取得或传送, 也不得在美国, 加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制, 持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见, 估计, 预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前, 客户应考虑该等意见是否适合其特定情况, 并在必要时寻求专业建议。

预测, 推测和估值纯属猜测, 且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测, 推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测, 推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产, 未经克而瑞事前书面同意, 任何人士或机构均不得复制, 分发, 传阅, 广播或作任何商业用途, 而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险, 过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情, 包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779), 为香港证券及期货事务监察委员会持牌人, 获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。