物业管理迎风正潮平，蓝海板块顺扶摇而上

行业评级：增　持

报告日期：　2020-07-27

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：邹坤
执业证书号：S0010520040001
邮箱：zoukun@hazq.com
研究助理：王洪岩
执业证书号：S0010120060026
邮箱：wanghy@hazq.com

主要观点：

行业规模：增量提速释放，存量资源丰厚

物管行业具有一定的房地产开发链条后周期板块属性，开工及销售数据均可作为其潜在增量规模的前置指标。我国商品房销量自 2014 年受政策调整出现负增长后，2015 年开启新一轮的高速扩张。2016 年商品房销售面积同比达 22.5%，2018 年规模达到近十年峰值约 17.2 亿方，2019 年销量微降 0.1%，但体量依然维持在 17 亿方之上。**对应 2017-2019 年商品房的销售规模，物管行业未来 2-3 年增量规模将进入提速释放期。**截至 2019 年末，我国城镇化水平为 60.6%，与发达国家相比至少还有 20%的提升空间，**随着区域经济的崛起，我国商品房市场将呈现逐步回归合理中枢的趋势，叠加丰厚的存量资源，物管行业规模、业绩具有较为可观的提升空间。**

业务发展：基础服务稳固筑底，增值服务锦上添花

近几年，物管公司积极由传统的物业服务向多元化业务领域拓展，基础服务业绩稳步提升的同时，增值服务也为公司发展竞争力添砖加瓦。**一方面，头部企业推出的增值服务更具定制化，**将公司优势与客户需求紧密连接，服务由单纯的增量转向质量齐升。**另一方面，增值服务具备高盈利和多类型等特点，**有望成为公司业绩提升的新动能。

竞争格局：资源向头部倾斜，集中度进一步提升

2016-2019 年，物管行业百强管理面积由 2725 万方提升至 4279 万方，市占率增至 43.6%。我们认为行业集中度的提升主要在于：**（1）物管行业头部公司多具备关联地产开发商，充分享受集团内部资源输送带来的内源性增长。**随着地产开发商集中度提升，行业资源向物管头部倾斜较为显著。（2）随着彩生活 2014 年在香港上市，近几年掀起物管公司上市潮。**从资金用途来看，60%-70%的募集资金用于收并购**，10%-15%用于发展增值服务等。**头部企业借力资本市场实现规模和业务的双线扩张，带动集中度提升。**

品牌、科技、人才等因素逐渐成为新晋竞争力

随着商品房市场由增量向存量过渡，物管品牌影响力愈发凸显。一方面，开发商对自有物业板块的服务质量提出更高的要求，以便形成良好的口碑和品牌效应为集团开发项目提供加持作用。另一方面，需要与第三方物管公司合作的开发商在进行合作对象选择时，品牌效应成为重要的考虑因素之一。人力成本的逐年攀升将会进一步压榨基础业务的盈利空间，**通过“科技+人才”实现降本提效将在未来的市场竞争中更具优势，而“品牌”等软实力或为公司带来更多成长空间。**

风险提示

商品房竣工规模不达预期，人力成本上升导致利润空间受到挤压，增值业务拓展失败等风险。

正文目录

1 物管简介：地产“后周期”的蓝海板块 5

1.1 物业管理的发展历程 5
1.2 物业管理的业务内容 5
1.3 物业管理的收费模式 6

2 行业发展：市场扩容，资源向头部倾斜 6

2.1 房地产开发后周期板块，在管规模稳步提升 6
2.2 资源整合，集中度提升 14
2.3 单城渗透与区域布局并驾齐驱 17
2.4 基础服务筑底，增值服务添花 19

3 公司发展：多维提升竞争力，铸头部护城河 20

3.1 规模扩张向高质量成长转变 20
3.2 加强品牌建设，搭建竞争软实力 21
3.3 技术创新，降本提效 22
3.4 人才集聚，共同发展 23

4 头部企业：抢跑黄金赛道的优质标的 23

4.1 碧桂园服务 23
4.2 绿城服务 26
4.3 中海物业 28
4.4 永升生活服务 29
4.5 雅生活服务 32

投资建议： 33

风险提示： 33

图表目录

图表 1 物业管理行业的发展历程梳理.....5
图表 2 物业管理行业的业务分类.....6
图表 3 物业管理收费模式比较.....6
图表 4 房地产开发链条.....7
图表 5 我国商品房销量及其同比.....7
图表 6 各业态商品房销量增速.....7
图表 7 房屋新开工面积及其同比.....8
图表 8 房屋竣工面积及其同比.....8
图表 9 开工至竣工的传导周期拉长.....8
图表 10 施工面积及建安投资走势对比.....8
图表 11 我国城镇化率水平.....9
图表 12 美国城镇化率走势.....10
图表 13 日本城镇化率走势.....10
图表 14 老旧小区改造政策梳理.....11
图表 15 非住宅业态销量情况.....12
图表 16 非住宅业态竣工情况.....12
图表 17 销售面积构成（按业态）.....12
图表 18 竣工面积构成（按业态）.....12
图表 19 我国城镇居民人均可支配收入.....13
图表 20 扣除价格上涨因素后的人均可支配收入增长率.....13
图表 21 物业管理省级文件梳理.....13
图表 22 部分城市发文对物业单价进行调整（元/平/月）.....13
图表 23 销售端集中度持续提升有望带动竣工分配内部输送更强.....14
图表 24 物管头部企业在管面积构成（按来源，2019）.....14
图表 25 物管头部企业相关开发商 2019 销售情况.....14
图表 26 近期部分物管行业上市公司梳理.....15
图表 27 近期新上市企业 IPO 募集资金使用情况.....15
图表 28 部分物管上市公司募集资金实际使用情况.....16
图表 29 2019 年头部物管公司部分并购案例.....16
图表 30 物业百强管理面积均值.....17
图表 31 百强不同梯队管理面积均值水平.....17
图表 32 物业百强企业管理面积区域分布.....18
图表 33 物业管理百强布局城市规模 TOP20.....18
图表 34 碧桂园服务增值业务简介.....19
图表 35 旭辉永升服务 UP 生活业务部分内容.....19
图表 36 百强收入构成中增值服务占比提升.....20
图表 37 百强净利润构成中增值服务占比提升.....20
图表 38 2019 百强增值服务收入占比.....20
图表 39 物业百强营收及其增速.....21
图表 40 2019 百强各梯队营收水平.....21
图表 41 物业百强毛利率水平.....21

图表 42 2019 百强各梯队净利润水平.....21
图表 43 2020 中国物业百强 TOP10.....22
图表 44 2019 百强经营成本构成.....22
图表 45 绿城服务智慧园区服务平台.....23
图表 46 部分上市物管公司的激励方案.....23
图表 47 碧桂园服务收费管理面积构成.....24
图表 48 碧桂园服务合同管理面积及其同比.....24
图表 49 碧桂园服务营业收入构成.....25
图表 50 碧桂园服务各业务毛利率水平.....25
图表 51 碧桂园服务社区“大脑”运行图.....25
图表 52 碧桂园服务 AI 应用场景一览图.....26
图表 53 绿城服务在管面积规模.....26
图表 54 绿城服务储备面积规模.....26
图表 55 绿城服务在管面积构成.....27
图表 56 绿城服务收入构成.....27
图表 57 绿城服务营业收入及其同比.....27
图表 58 绿城服务净利润及其同比.....27
图表 59 中海物业营业收入及其同比.....28
图表 60 中海物业净利润及其同比.....28
图表 61 腾讯云计算中心.....29
图表 62 中央人民政府驻港联络办公大厦.....29
图表 63 兴海物联产品.....29
图表 64 优你+服务生态圈.....29
图表 65 永升生活服务营业收入及其同比.....30
图表 66 永升生活服务净利润及其同比.....30
图表 67 永升生活服务在管面积构成（按来源）.....30
图表 68 永升生活服务收入构成（按来源）.....30
图表 69 永升生活服务在管面积构成（按业态）.....31
图表 70 永升生活服务收入构成（按业态）.....31
图表 71 永升智慧物业.....31
图表 72 雅生活营业收入及其同比.....32
图表 73 雅生活净利润及其同比.....32
图表 74 雅生活服务合约面积（万方）.....32
图表 75 雅生活服务在管面积构成（按来源）.....32
图表 76 雅生活组织架构.....33

1 物管简介：地产“后周期”的蓝海板块

1.1 物业管理的发展历程

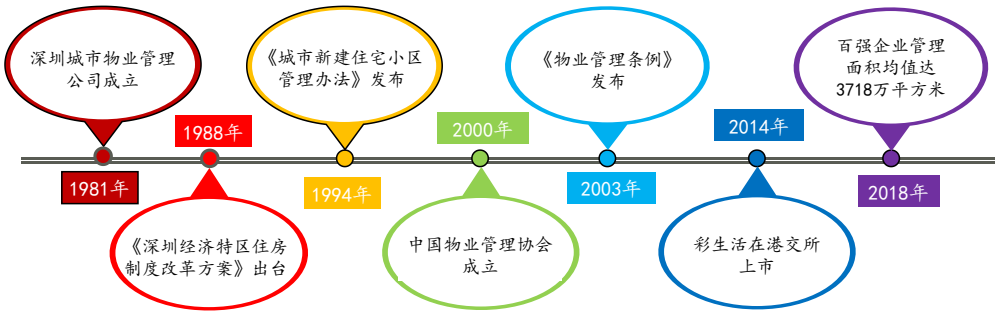
80 年代初期，随着改革开放国策的实施，物业管理行业从香港引入深圳，迄今已经发展近 40 年。根据行业发展的里程碑式事件，大致可以分为三个阶段：

1981 年由深圳特区房地产公司和香港妙丽集团合作开发的东湖丽苑作为我国第一个涉外商品房小区，引入了物业管理这一概念。深圳城市物业管理公司作为我国的第一个物管公司随之成立，标志着物业管理行业正式进入我国市场。在之后的几年间，物业管理也逐步被引入商厦和工业园区项目。**第一阶段中，物业管理公司多数由房地产公司设立服务自家项目，缺乏统一的全国性法规，盈利能力也偏低，但是物业管理这一概念的传播和扎根为其之后的发展奠定了基础。**

1994 年国家颁布了《城市新建住宅小区管理办法》，提出了要逐步推进物业行业企业化、专业化、社会化管理。自此，**物业管理进入发展的第二阶段，开始逐步规范化**，之后 1996 年、1998 年又相继出台了《城市住宅小区物业管理办法》、《物业管理企业财务管理规定》等进一步的规定。2000 年中国物业管理协会成立，形成了“业必归会”的管理模式，在政府、企业和业主间搭建了沟通合作的桥梁，对加强行业管理起到了重要作用。2003 年国务院颁布了我国的第一部物业管理行政法规《物业管理条例》，为公司和业主的权益提供了法律的保障，为行业的规范化发展划定了框架。

2014 年伴随着彩生活成功在港交所敲钟，**物管行业登陆资本市场，进入发展的第三阶段。**期间，碧桂园服务、永升服务等不少大型的物业管理公司纷纷上市，2018 年南部物业成为第一个登陆 A 股市场的物管公司。在这一阶段，商品房销售面积屡创新高，2018 年达到了 17.2 亿方，为后周期的物管行业规模扩张提供了推动力。物管价格也逐步开放，2014 年 12 月发改委发布的《关于放开部分服务价格意见的通知》明确指示开放非保障性住房物业服务的价格，鼓励市场增强竞争提供更优质多样的服务，行业市场化程度进一步加深。

图表 1 物业管理行业的发展历程梳理

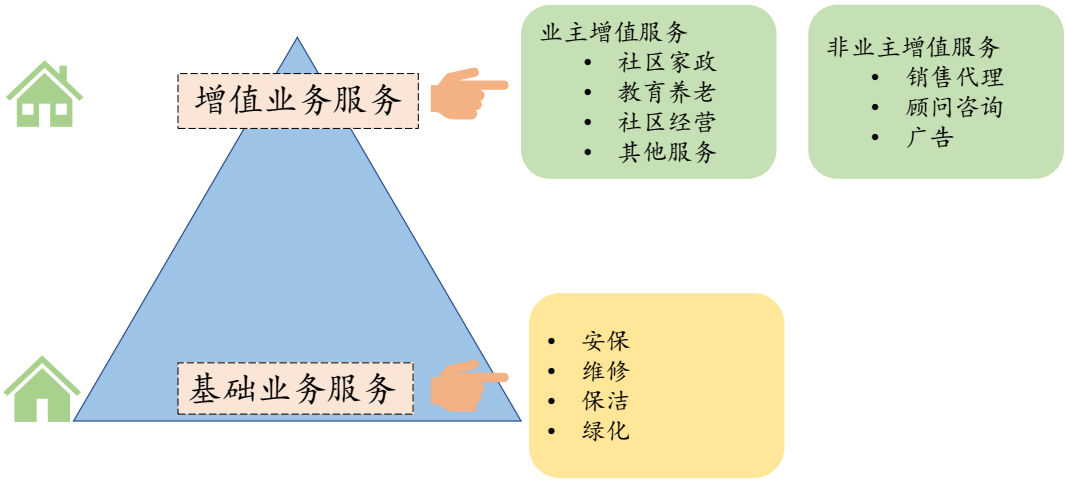


资料来源：中广网，华安证券研究所

1.2 物业管理的业务内容

物业管理提供的服务可以分为基础业务服务和增值业务服务两大类。其中，基础业务服务包括安保、绿化、保洁、维修等常规性的公共服务。增值业务根据服务对象又可进一步划分为业主增值服务和非业主增值服务。其中，面向业主的增值服务包括社区家政服务、教育养老服务、社区金融服务；面向非业主的增值服务则包括了开发商为新楼盘提供的销售代理、顾问咨询以及广告服务等。

图表 2 物业管理行业的业务分类



资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

1.3 物业管理的收费模式

根据国务院 2013 年公布的《物业管理条例》，我国物业的收费模式主要有包干制和酬金制两种。采用包干制的企业直接向业主收取固定的费用，这些费用包含了公司的收益和支出成本，盈亏都由企业自理；而酬金制下的企业则是采用预收服务资金的形式，按照比例或约定数额收取酬金，如有提供服务后结余或不足的资金都由业主承担。

两种方案中，包干制更加简单易行，容易操作；由于固定费用中包含了成本和收益，因此采用包干制的企业有更多管理创新、降本增效的动力。但是这种模式的不利之处则在于服务质量不可控。酬金制对于业主的素质和专业水平要求较高，但也给了业主更大的监管权，有助于提升物业公司的专业程度。目前，包干制是我国物业公司采取的主要收费模式。

图表 3 物业管理收费模式比较

	包干制	酬金制
收费模式	业主支付**固定的物业服务费**	业主**预付物业服务资金**
费用构成	成本+收入	成本+预收资金结余+利润
利润来源	物业费扣除成本后的余额	按一定比例从服务资金中扣除
费用调整	固定值	可调整
优点	简单易行	方便业主监督
缺点	不容易对服务质量进行管控	对业主自身专业要求较高

资料来源：《物业管理条例》，华安证券研究所

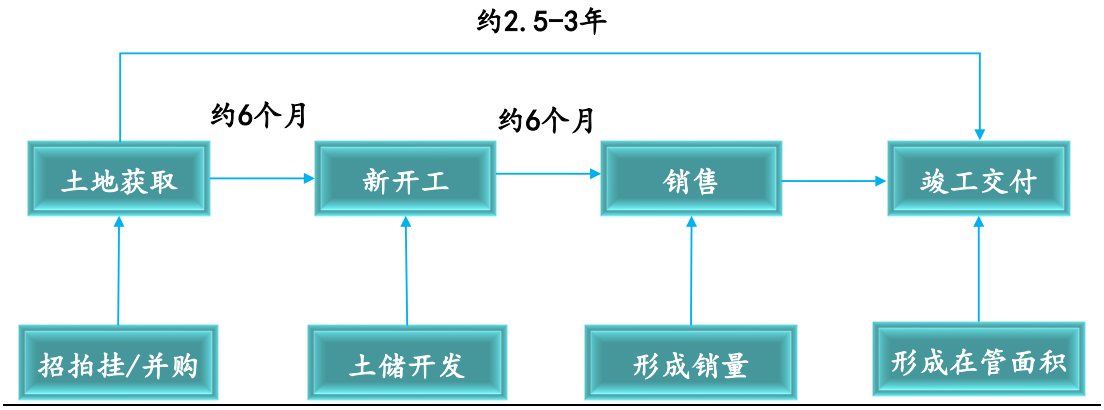
2 行业发展：市场扩容，资源向头部倾斜

2.1 房地产开发后周期板块，在管规模稳步提升

房地产开发链条重要节点由拿地、开工、销售和竣工组成。因此，拿地、开工、销售均可作为竣工的前置指标进行分析。按照行业平均水平来看，企业拿地到开工约

6 个月，开工到销售约 6 个月，销售到竣工交付存在 1.5-2.0 年左右的时长。考虑到向竣工传导的过程中，开工和销售随着行业经营风格的切换，更具指标意义，而拿地形成土储后会存在主观开工强弱的影响。因此，下文我们以开工及销售作为竣工交付的前置指标，对物业管理的行业规模提升做进一步的分析。

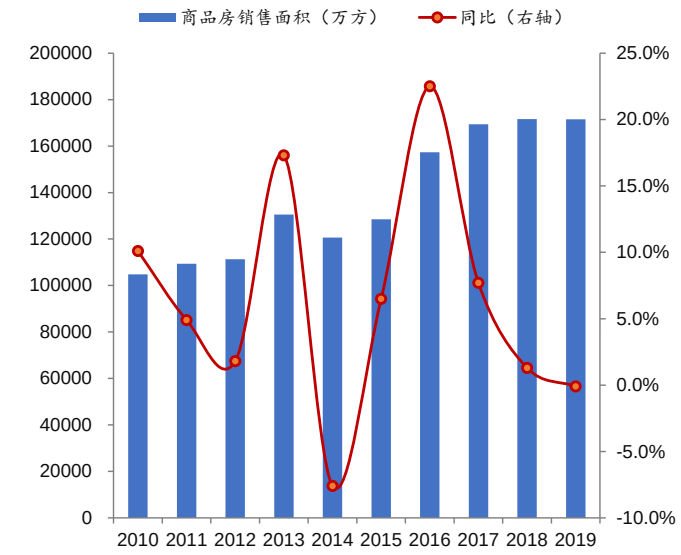
图表 4 房地产开发链条



资料来源：主流房企公司公告，wind，华安证券研究所

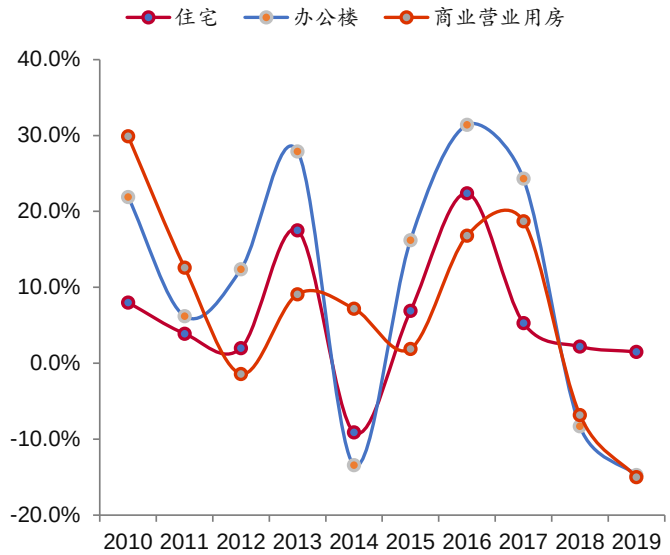
我国商品房销量的波动与政策调整息息相关，为抑制楼市过热，2013Q1 开启行业第二轮周期的紧缩期，一直持续至 2014Q3。主要方式涉及提高第二套首付比例、提高第二套贷款利率以及对房地产企业融资进行严控等，导致 2014 年的销量出现-7.6%的负增长。随着 2014 年下半年调控风向转变带动销量回暖，行业进入新一轮的扩张期。2016 年商品房面积同比增长 22.5%，2018 年销量规模达 17.2 亿平方米，为近十年峰值。2019 年虽较前值微降 0.1 个百分点，但整体销售规模依然维持在 17 亿平方米以上的水平。

图表 5 我国商品房销量及其同比



资料来源：wind，华安证券研究所

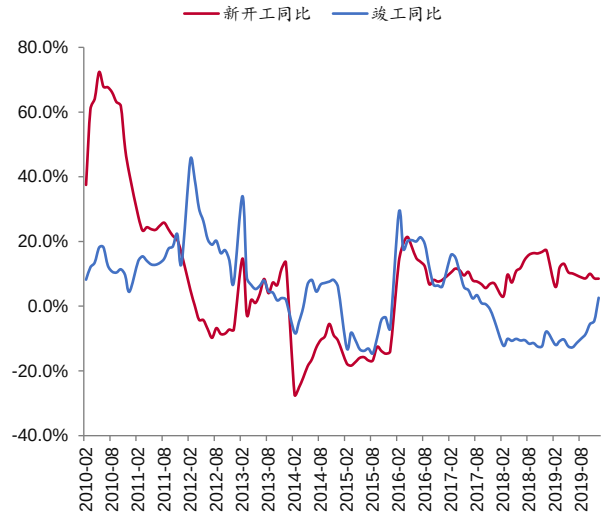
图表 6 各业态商品房销量增速



资料来源：wind，华安证券研究所

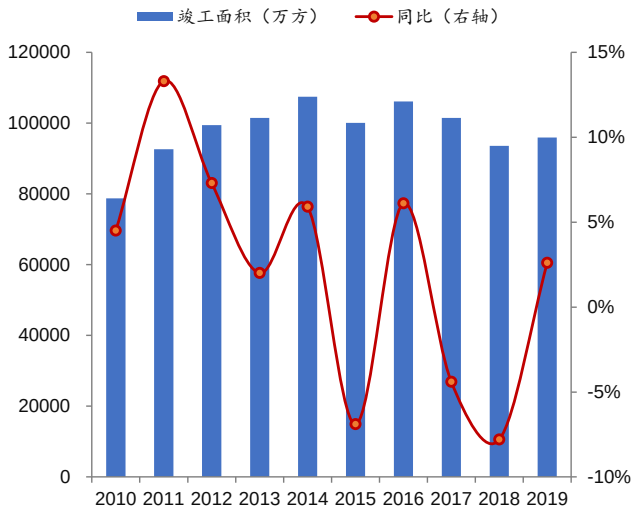
在房地产开发链条中，新开工向竣工的传导会受到施工强度的影响。以行业平均水平来看，新开工传至竣工需 2.0-2.5 年左右。但我们对近几年的新开工、竣工数据分析得到的结论并非如此，而是呈现出开工旺盛而竣工并未如期而至的情形。因此，对传导影响变量“施工强度”的分析就显得很有必要。我们以建安投资和施工面积作为“施工强度”的评价指标。根据计算结果，2016Q3 开始，新开工向竣工的传导时间逐渐拉长。自 2017Q1，二者出现背离，且剪刀差呈现进一步走阔的趋势。我们认为这与房企强化开工，但对施工强度略有下调，导致整体施工周期长于我们普遍认为的开发链条应具备的节点有关。**不难发现 2016Q3-2017Q2 行业整体融资偏紧，因此多数房企采取强开工、抢开工、抢销售、强回款将开发链条前端前置，而弱施工则直接导致竣工后移。**近两年从建安投资的角度看，已出现修复迹象，实际竣工或有企稳之势。**因此，我们认为此前受施工强度影响的项目有望在今明两年迎来集中交付，从而带动物管行业市场规模提速扩张。**

图表 7 房屋新开工面积及其同比



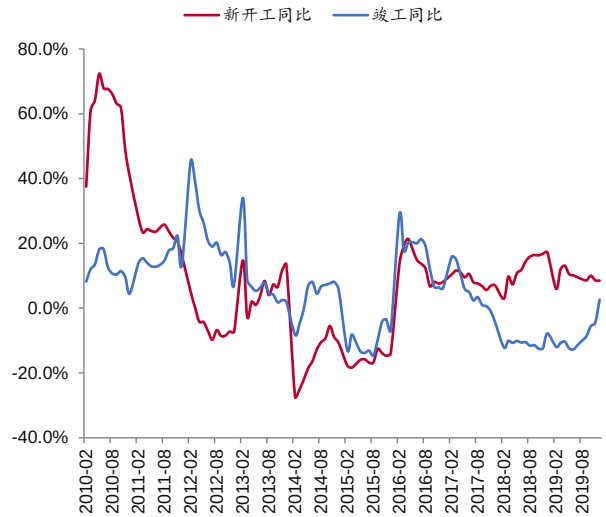
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 房屋竣工面积及其同比



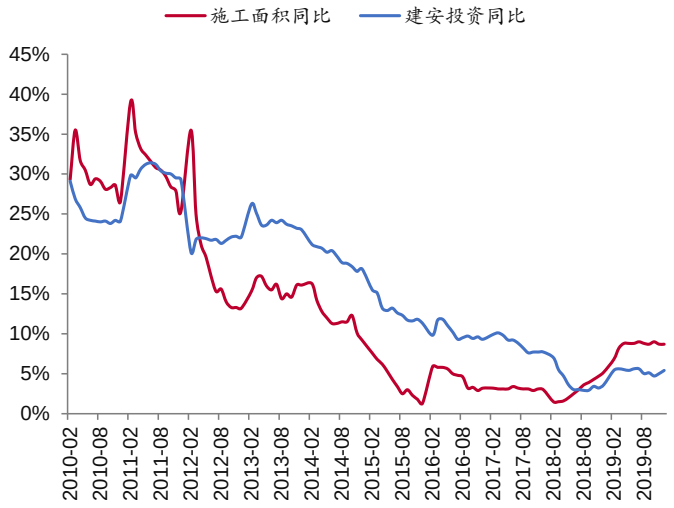
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 开工至竣工的传导周期拉长



资料来源：wind，华安证券研究所

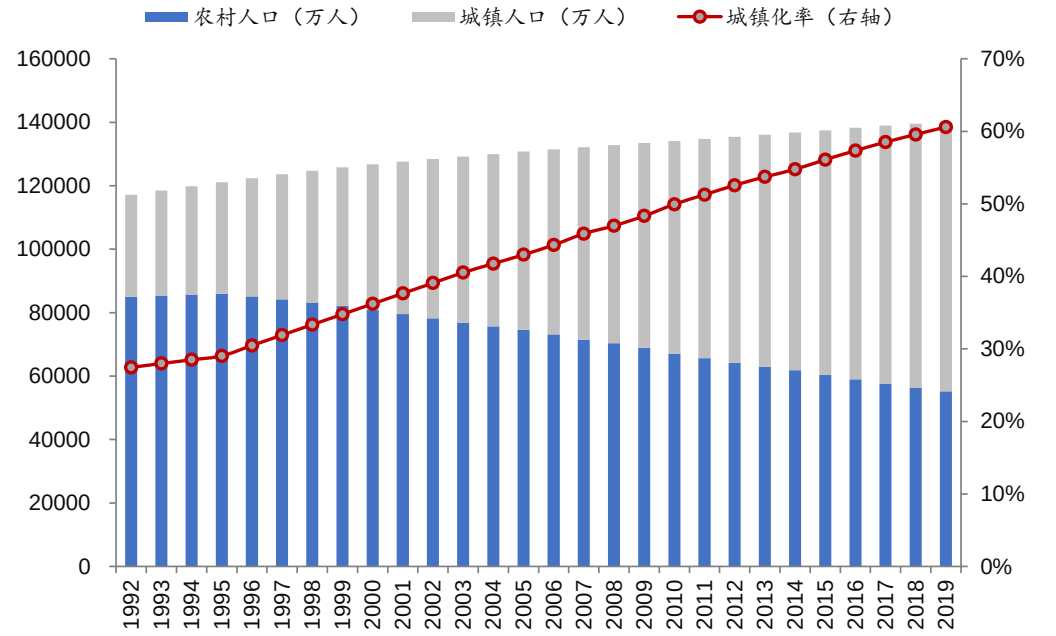
图表 10 施工面积及建安投资走势对比



资料来源：wind，华安证券研究所

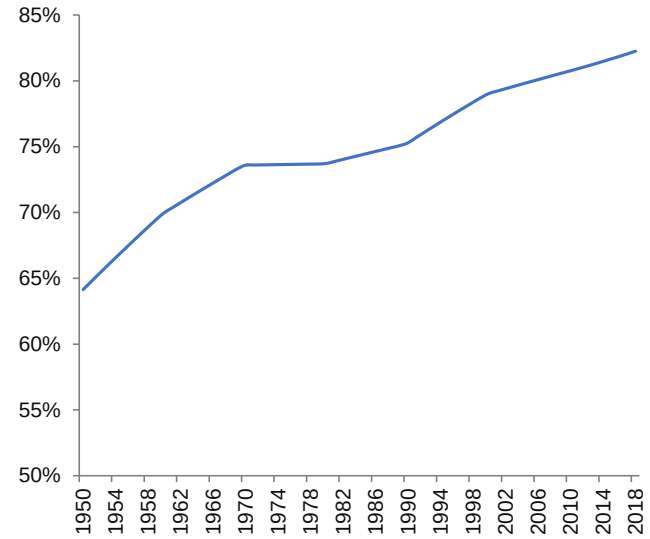
对未来竣工数据的预判可以转化为对当下销量的分析，**我们将住房需求划分为三类：1、城镇新生人口需求；2、随着城镇化率提升带来的新增需求；3、城镇内改善型需求。**从城镇化率的角度来看，截至 2019 年末我国城镇化率（城镇人口/总人口）为 60.6%。纵向来看，较 1978 年提升 42.68 个百分点，城镇化进程持续推进。但横向来看，对标国际上城镇化发展较为成熟的美国（82.26%）、英国（83.40%）、法国（80.44%）、日本（91.62%）、韩国（81.46%）等，我国的城镇化率保守估计还有 20%的提升空间。因此这部分的商品房需求将在未来逐步释放。但考虑到，美国、日本等国家在城镇化率达到 70%以后会经历一段平台期，随后继续上升。假设我国的城镇化大体遵循这一规律，2021-2030 年销量需求将呈现逐步回归合理中枢的趋势，但受政策等因素的影响，回归并非一蹴而就。

图表 11 我国城镇化率水平



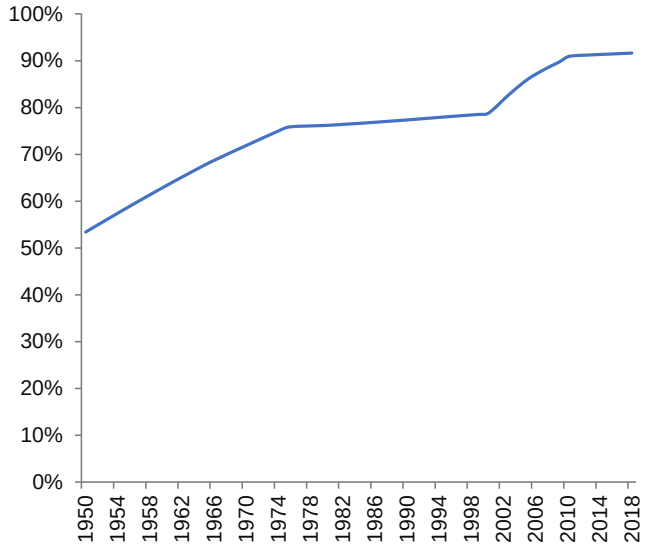
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 美国城镇化率走势



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 日本城镇化率走势



资料来源：wind，华安证券研究所

加大老旧小区改造力度，物业板块存量价值或提升。2020 年 4 月 14 日，国务院常务会议部署加大城镇老旧小区改造力度。会议指出，“推进老旧小区改造，是改善居民居住条件、扩大内需的重要举措”。**老旧小区是指建于 2000 年年底以前，公共设施落后，严重影响居民的居住和生活，且未纳入棚户区改造计划的住宅小区。**

（1）从体量来看：根据住建部统计数据显示，**截至 2019 年 5 月，全国待改造老旧小区共 17 万个，涉及居民上亿人**。今年各地计划改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户，比去年增加一倍。

（2）从内容来看：改造内容涉及基础类和自选类两种，例如，对楼栋进行抗震加固、节能改造、楼梯清洗粉刷等基础类内容涉及建材行业；加装电梯、增设文体及养老设施等自选类项目涉及轻工、建材等行业。而对于物业管理行业的需求主要体现在社区养老、托育、医疗等公共服务水平的提升方面。老旧小区作为市场存量的重要组成部分，对其改造力度的提升有望带动物业管理行业服务升级和品牌塑造。**考虑到行业集中度逐步提升，老旧小区改造或成为头部企业在拓展增量项目、巩固存量资源方面的下一个关注点。**

（3）从方式来看：试点先行，稳步推进，资金筹措畅通与否需关注。从 2015 年中央城市工作会议提出“加快城镇棚户区和危房改造，加快老旧小区改造”，到 2017 年住建部在厦门、广州等 15 个城市启动了城镇老旧小区改造试点，我国的老旧小区改造已经取得了明显成效。根据 2020 年各地方计划来看，多地改造进程实现稳步推进，如：西安市计划改造老旧小区 1100 个，目前已启动实施 367 个小区；海南省计划完成 153 个老旧小区、建筑面积 247 万平方米；重庆今年将启动改造老旧小区 3000 万平方米等。在成功试点标杆示范作用下，对改造资金筹措来源给予充分的支持或促进改造稳步推进。

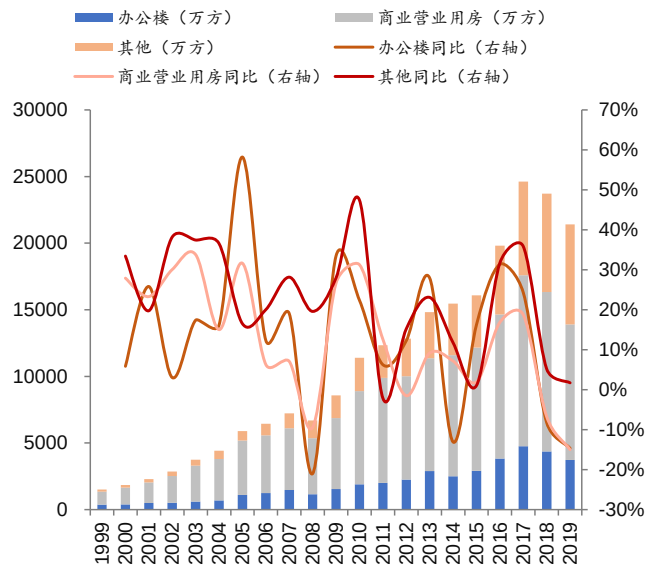
图表 14 老旧小区改造政策梳理

时间	会议或文件	主要内容
2015.12.21	中央城市工作会议	首次提出老旧小区改造概念，并指示要加快老旧小区改造发展城市宜居性。
2017.12.01	住建部：《改造试点工作座谈会》	在 15 个城市开展老旧小区改造试点，目的是探索城市老旧小区改造的新模式，为推进全国老旧小区改造提供可复制、可推广的经验。
2018.03.05	国务院：《2018 年政府工作报告》	首次将老旧小区改造写入政府报告，提出：完善配套设施，鼓励有条件加装电梯。
2019.03.05	国务院：《2019 年政府工作报告》	再度强调要大力改造提升老旧小区，更新水电路气等配套设施，支持加装电梯和无障碍环境建设，健全便民市场、便利店、步行街、停车场等生活服务设施。
2019.04.15	住建部、发改委、财务部联合：《关于做好 2019 年老旧小区改造的通知》	全面推进城镇老旧小区改造。主要开展的工作：一是摸排全国城镇老旧小区基本情况；二是指导地方因地制宜提出当地城镇老旧小区改造的内容和标准；三是部署各地自下而上，合理确定 2019 年改造计划；四是推动地方创新改造方式和资金筹措机制等。
2019.06.19	国务院常务会议	部署推进城镇老旧小区改造，顺应群众期盼改善居住条件。会议决定：抓紧明确改造标准和对象范围开展试点探索；重点改造建设小区水电气路及光纤等配套设施，有条件的可加装电梯，配建停车设施；创新投融资机制，运用市场化方式吸引社会力量参与；在小区改造基础上，引导发展社区养老、托幼、医疗、助餐、保洁等服务。推动建立小区后续长效管理机制。
2019.07.26	中国城市科学研究会：《城市旧居小区综合改造技术标准》	标准提出了旧居住区综合改造应遵守的基本准则和应进行的改造项目及技术标准。具体内容涵盖室外环境、道路与停车、配套设施、房屋、建筑结构、建筑设备 6 大类 20 项改造内容。
2019.07.30	中共中央政治局会议	将老旧小区改造列入补短板工程。
2019.12.12	中央经济工作会议	提出加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。
2020.04.14	国务院常务会议	确定今年改造城镇老旧小区 3.9 万个，确定加大城镇老旧小区改造力度，推动惠民生活内需。

资料来源：国务院网站，住建部网站，华安证券研究所

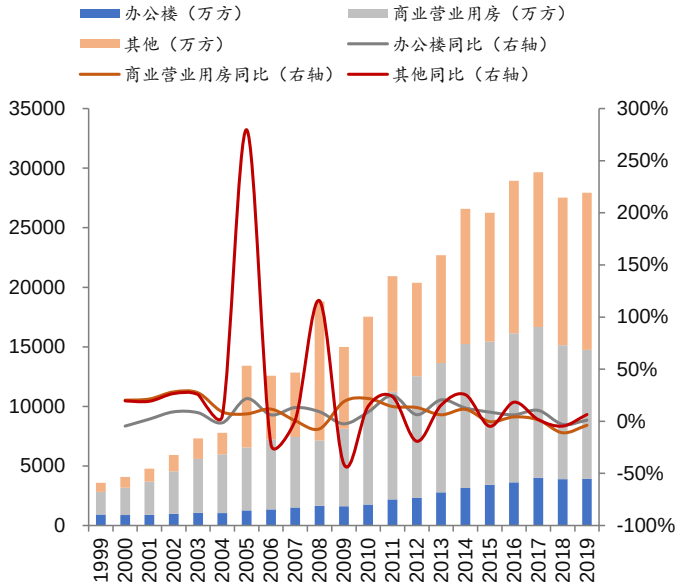
小而美的非住宅业态。我们将商品房销量按业态粗略分为住宅与非住宅两类。其中，非住宅业态又可以进一步细分为办公楼、商业营业用房及其他类型。以物管百强数据为例，百强企业覆盖的非住宅业态主要涉及商业物业、公众物业、办公物业、学校物业、医院物业以及产业园区物业等。2000-2019 年，我国商业营业用房、办公楼、场馆类用房、科研及教育用房、医疗用房累计竣工面积分别达 15.67 亿平方米、4.32 亿平方米、4.93 亿平方米、17.69 亿平方米及 4.64 亿平方米。截至 2019 年底，全国各类产业园区已超 1.5 万个，包括国家级开发区 600 余家，省级开发区 2000 余家，市场容量可观。

图表 15 非住宅业态销量情况



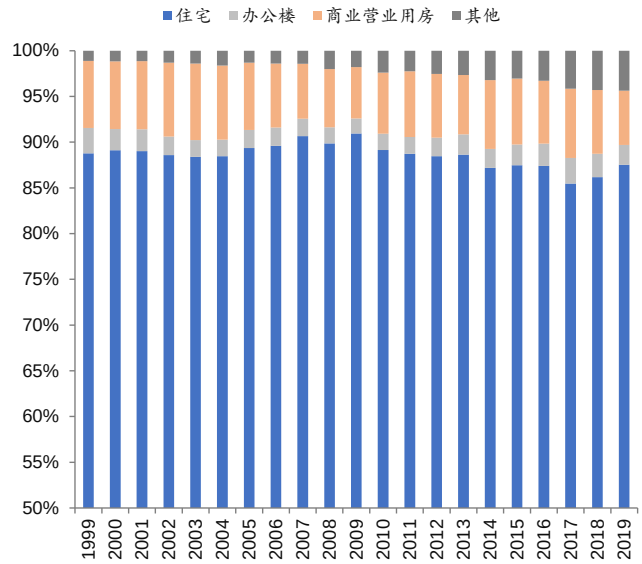
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 非住宅业态竣工情况



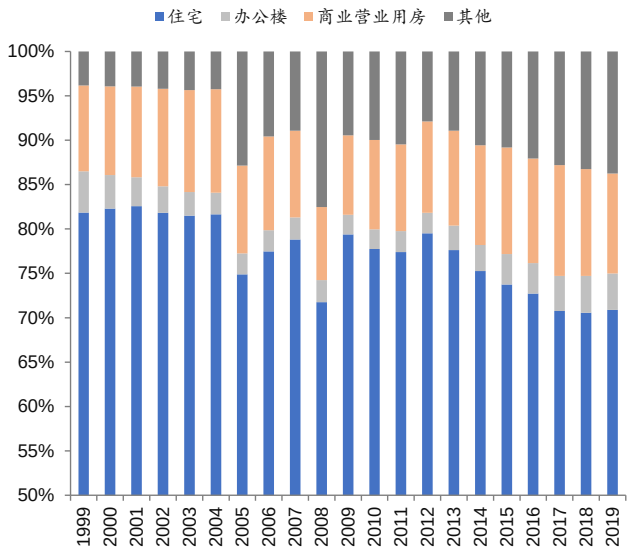
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 销售面积构成（按业态）



资料来源：wind，华安证券研究所

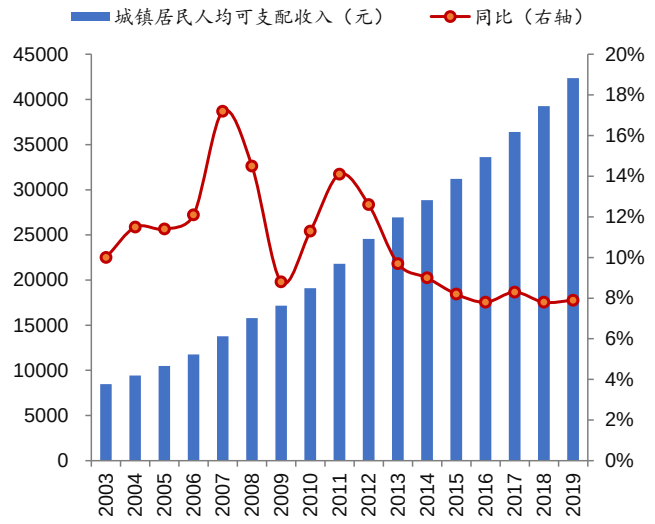
图表 18 竣工面积构成（按业态）



资料来源：wind，华安证券研究所

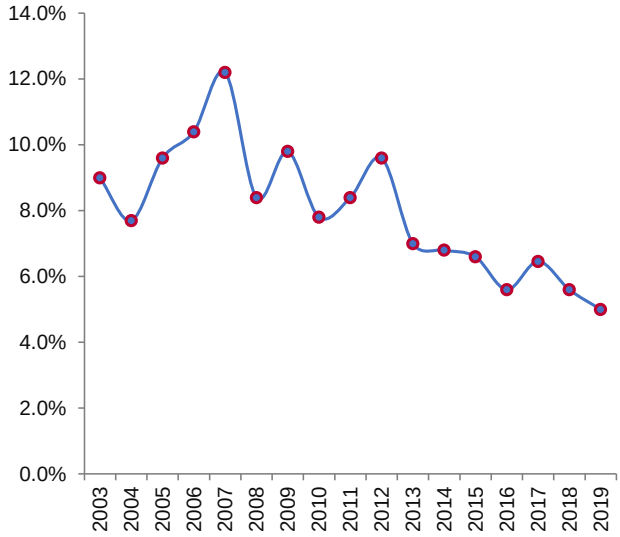
行业规模扩张提速在即，单价增长或仍待“东风”。物管行业整体营收规模除受管理面积的影响之外，另一因素为物管单价。2019 年我国城镇居民人均可支配收入约 42359 元，同比增长 7.9%，扣除价格上涨因素后的实际增长率为 5.0%。在城镇居民可支配收入提升的带动下，或存在物管行业内消费升级的可能性。**物管行业具备一定的“需求导向型”，服务内容根据业主、非业主的需求而丰富，需求端对物管产品的要求提升或伴随着单价的增长，成为价格提升的潜在动力之一。**

图表 19 我国城镇居民人均可支配收入



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 扣除价格上涨因素后的人均可支配收入增长率



资料来源：wind，华安证券研究所

近几年，我国人工成本增长带动物业管理支出提升，但物管行业的成本抬升并未等幅的推升服务单价。造成这一现象的因素之一是多数城市对物管服务的收费标准存在价格指导。近期，部分城市陆续出现调整价格上限的新发文，成为单价提升潜在的第二动力。

图表 21 物业管理省级文件梳理

时间	省份	政策名称	主要内容
2018.06	山东省	《山东省物业服务收费管理办法》	普通住宅前期物业公共服务费实行政府指导价，其他物业的物业公共服务费实行市场调节价
2019.02	江苏省	《江苏省物业服务收费管理办法》	将成立业主大会的住宅物业服务收费标准全面放开，普通住宅和非住宅物业服务实行市场调节价。
2019.08	广东省	《关于进一步规范物业服务收费的通知》	取消保障性住房、普通住宅前期物业收费标准的备案管理。
2019.09	陕西省	《陕西省物业服务收费管理办法》	成立业主大会之前的住宅小区（多层、高层）、保障性住房、房改房、老旧住宅的物业服务费和停车服务费实行政府指导价。除此之外，其他类型物业的物业服务费和停车服务费实行市场调节价。

资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

图表 22 部分城市发文对物业单价进行调整（元/平/月）

城市	旧文时间	旧文标准		新文时间	新文标准		文件名称
深圳	2013	多层	1.30	2019	多层	0.90-2.20 元	《深圳市住宅物业服务收费指导标准（征求意见稿）》
		高层	3.90		高层	2.71-5.63 元	
台州	2013	多层	0.30-0.90	2018	多层（非电梯）	0.35-1.10 元	《关于调整和规范台州市普通住房物业服务收费管理的通知》
		高层	0.90-1.80		多层（电梯）	0.65-1.45 元	
佛山	2011	住宅（电梯）	2.47	2019	一级	2.7 元	《佛山市住房和城乡建设局关于进一步加强物业收费管理的通知》
		住宅（非电梯）	1.82		二级	2.35 元	
					三级	2 元	

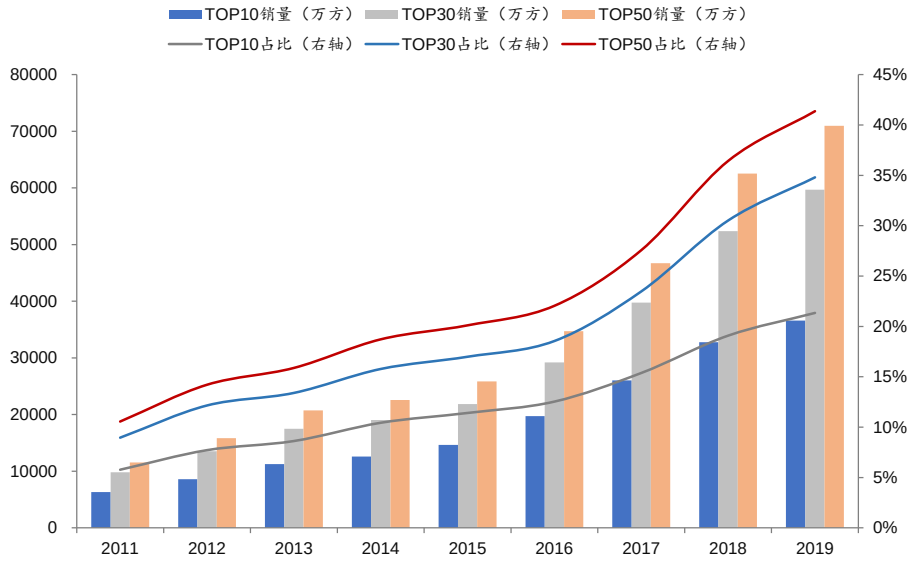
四级	1.65 元
五级	1.3 元

资料来源：人民网，房天下，华安证券研究所

2.2 资源整合，集中度提升

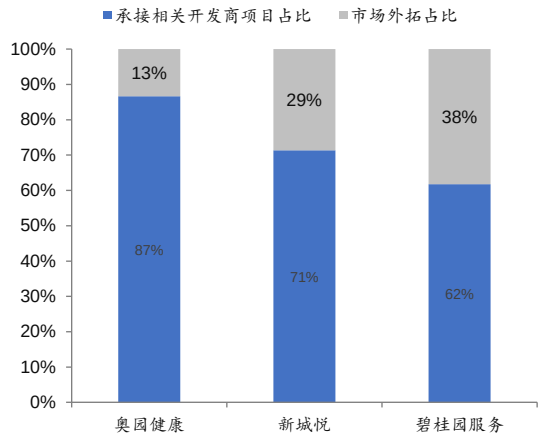
集中度提升因素一：地产开发商集中度提升，集团内物管公司持续受益销售到交付的资源输送。我们依旧站在房地产开发链条的前后节点上来看开发商与物管公司的传导。土储、销售、资金资源呈现向龙头开发商倾斜的趋势，规模型房企凭借头部优势对资源的获取更顺畅。从销售端来看，TOP10/30/50 的市场份额逐年提升。这类房企集团内部普遍具备自身的物管公司，例如：万科与万科物业、保利地产与保利物业、碧桂园与碧桂园服务等等。未来几年，房企内部的物管公司将充分享受销售端集中度提升带来的资源红利，竣工端在管面积的分配也将呈现集中传递的趋势。

图表 23 销售端集中度持续提升有望带动竣工分配内部输送更强



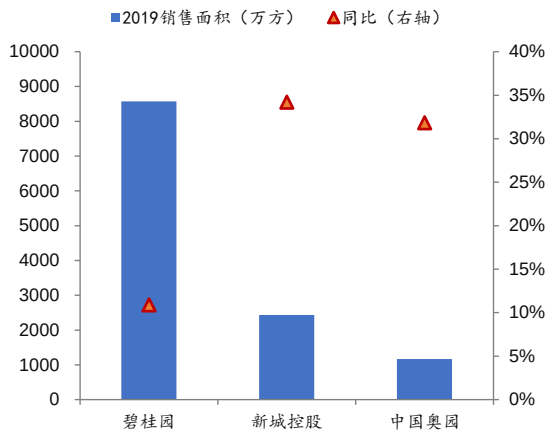
资料来源：克而瑞，华安证券研究所

图表 24 物管头部企业在管面积构成（按来源，2019）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 物管头部企业相关开发商 2019 销售情况



资料来源：wind，华安证券研究所

集中度提升因素二：分拆上市，借力资本市场加大收购力度。2014 年，彩生活成功登陆港交所，成为物业管理行业第一家上市公司；2018 年，南都物业在上交所上市，成为 A 股第一家物业管理公司。近两年，房企内部物管公司掀起分拆上市潮。

图表 26 近期部分物管行业上市公司梳理

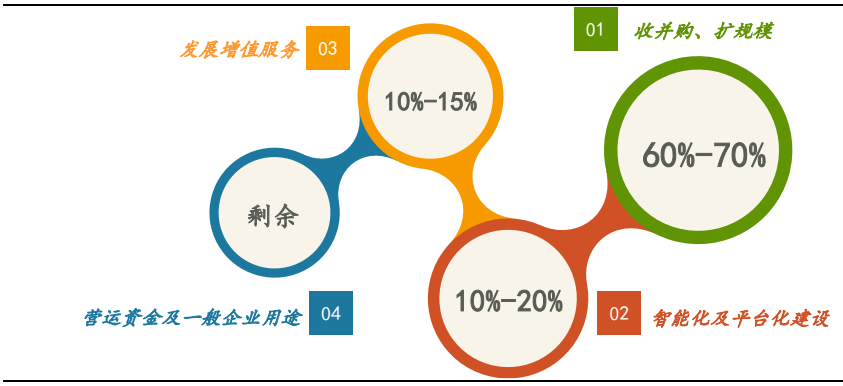
上市时间	股票代码	证券简称	上市地点	总市值
1778.HK	彩生活	2014-06-30	香港联交所	48.3
2669.HK	中海物业	2015-10-23	香港联交所	266.7
1538.HK	中奥到家	2015-11-25	香港联交所	11.6
2869.HK	绿城服务	2016-07-12	香港联交所	264.8
3686.HK	祈福生活服务	2016-11-08	香港联交所	5.3
1417.HK	浦江中国	2017-12-11	香港联交所	7.5
603506.SH	南都物业	2018-02-01	上海	40.6
3319.HK	雅生活服务	2018-02-09	香港联交所	495.2
6098.HK	碧桂园服务	2018-06-19	香港联交所	1,018.5
1755.HK	新城悦服务	2018-11-06	香港联交所	181.6
2168.HK	佳兆业美好	2018-12-06	香港联交所	49.2
1995.HK	永升生活服务	2018-12-17	香港联交所	216.2
3316.HK	滨江服务	2019-03-15	香港联交所	38.9
3662.HK	奥园健康	2019-03-18	香港联交所	57.5
2606.HK	蓝光嘉宝服务	2019-10-18	香港联交所	86.8
6049.HK	保利物业	2019-12-19	香港联交所	405.2

资料来源：wind，华安证券研究所

注：总市值对应 2020 年 7 月 10 日收盘价，单位为人民币、亿元

根据中指院数据，截至目前，港股主板上市的 23 家物管公司合计融资净额达 237 亿元。从 2019 年新上市的物管公司 IPO 资金用途来看，60%-70%用于收并购，而此前这一比例维持在 50%-60%左右。而平台建设约使用 10%-20%，增值服务或员工发展占比在 10%-15%左右。从具体公司来看，雅生活和佳兆业美好将已使用资金的 87.82%和 44.79%用于收并购和战略投资，相应 2019 年收并购带来的管理面积分别占同期新增面积的 77.31%和 94.88%。物管公司借力资本市场提升收并购力度，进一步抬升行业集中度水平。

图表 27 近期新上市企业 IPO 募集资金使用情况



资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

图表 28 部分物管上市公司募集资金实际使用情况

公司简称	已使用金额（亿元）	用途
雅生活服务	26.22	1）87.82%用于收并购以及发展战略联盟，并购面积约 2.5 亿平方米； 2）0.56%用于“四化”建设； 3）11.62%用于运营资金及一般企业用途。
佳兆业美好	0.97	1）44.79%用于收购或投资其他物业服务企业，并购面积约 1630 万平方米； 2）18.89%用于推广 K 生活移动应用程序及社区增值产品及服务； 3）12.49%用于推进管理数字化； 4）23.84%用于一般营运资金。
蓝光嘉宝服务	0.54	1）44.79%用于扩大物业管理服务； 2）55.21%用于运营资金及一般企业用途。
新城悦服务	1.68	1）12.90%用于收购物业管理服务公司及获取物业管理项目； 2）18.62%用于扩张增值服务业务系列； 3）36.39%用于投资先进技术及雇员，为住户提供更高效的服务，提升内部信息管理系统效率及标准化服务质量； 4）32.09%用作营运资金及一般企业用途。
永升生活服务	1.54	100%用于寻求战略性收购及投资机会，并购面积约 215 万平方米
滨江服务	0.19	1）47.86%用于更新本集团的管理服务系统，以及招募及培养人才； 2）44.08%用于与当地政府及物业开发商合作设立合营公司或平台； 3）8.06%用于运营资金及一般企业用途。

资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

物管公司除了相关开发商的资源输送以外，另一主要扩充规模的方式在于收并购。而从近期案例来看，物管行业的并购也出现了一定的变化：（1）传统并购带来的规模提升；（2）头部企业之间的互动增强；（3）除了传统住宅业态以外，并购向非住宅类业态延伸；（4）除传统物业管理业务以外，科技、教育等可以实现提效降本、丰富增值业务的内容开始受到关注。

图表 29 2019 年头部物管公司部分并购案例

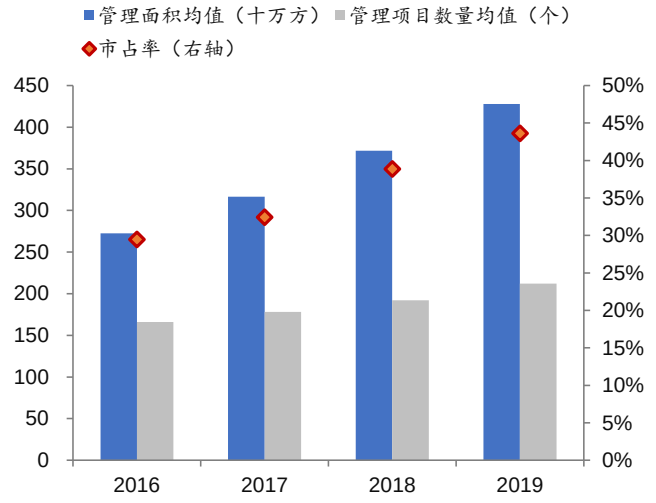
公司名称	被收购公司名称	收购股权比例	交易总价（万元）	管理面积（万方）	被并购公司所处领域
雅生活服务	中民物业	60%	156000	约 20000	物业管理
	新中民物业	60%	近 50000		
	广州粤华物业	51%	19534	3000	
	哈尔滨景阳物业	60%	11388	980	
	青岛华仁物业	89.66%	13358	910	
碧桂园服务	港联不动产服务（中国）	100%	37540	1347	物业管理
	嘉凯城集团物业	100%	19000	-	
	北京盛世物业	100%	9000	-	
	元海资产物业	100%	10000	-	
	联源物业	100%	13600	-	
	溧阳中立电梯	60%	-	-	电梯制造与运营
	文津国际保险	100%	3592	-	保险业务
奥园健康	乐生活	80%	24800	2263	物业管理
佳兆业美好	江苏恒源物业	51%	3416	约 800	物业管理

	嘉兴大树物业	60%	3658	-	
永升生活服务	青岛银盛泰 青岛雅园物业	50% 55%	864 46200	- -	物业管理
绿城服务	Montessori Academy	56%	32558	-	婴幼儿教育
新城悦服务	上海数渊信息科技	100%	2994	-	智能家居、停车系统

资料来源：wind，华安证券研究所

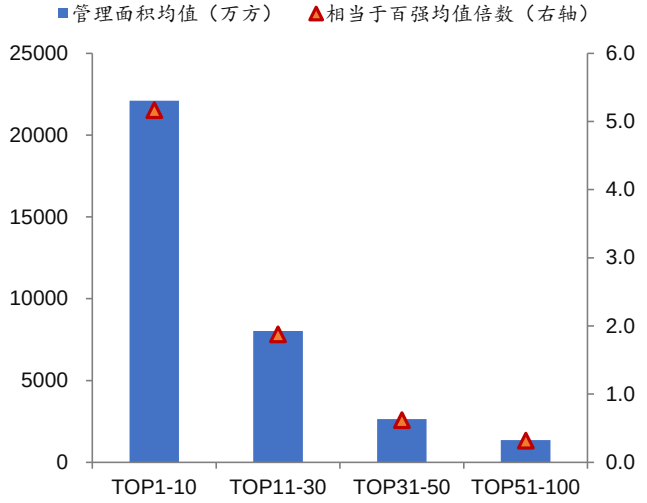
2016-2019 年，物业百强管理面积均值由 2725.1 万平方米提升至 4278.8 万平方米；平均管理项目数量由 166 个增加至 212 个；市场份额由 29.44%提升至 43.61%。2019 年，TOP10 的管理面积均值达 2.21 亿平方米，相当于百强均值的 5.16 倍，市场份额达 9.22%。TOP11-30/31-50/51-100 的管理面积均值分别为 8021 万方、2638 万方和 1356 万方，分别相当于百强均值的 1.87 倍、0.62 倍和 0.32 倍。**整体规模提升的同时，不同梯队之间分化加深，印证行业强者恒强的发展趋势。**

图表 30 物业百强管理面积均值



资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

图表 31 百强不同梯队管理面积均值水平

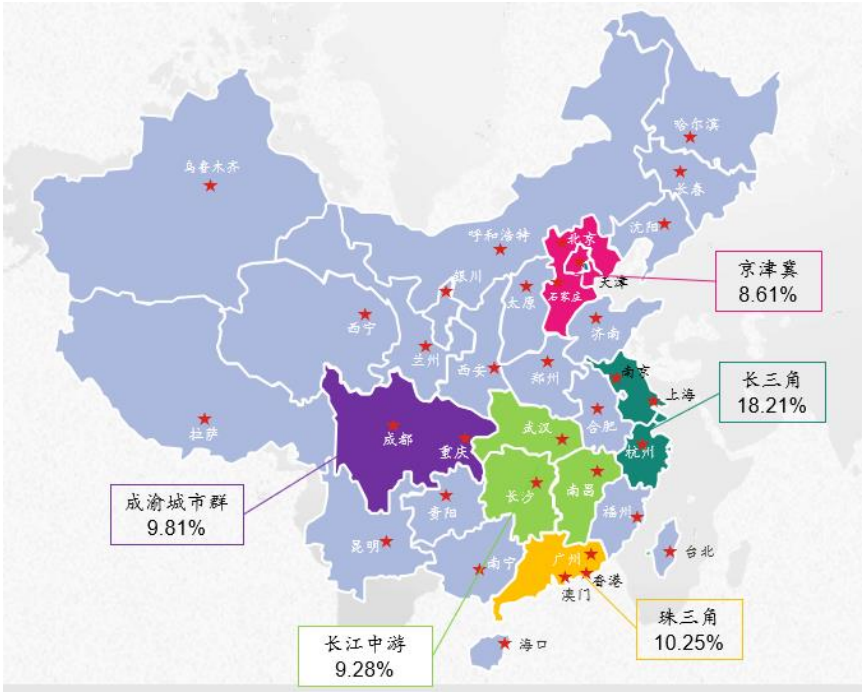


资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

2.3 单城渗透与区域布局并驾齐驱

2019 年，物业百强企业管理面积中长三角都市圈占比 18.21%，居首位；粤港澳大湾区、长江中游城市群占比分别达 10.25%、9.28%，较 2018 年分别提升 1.17、0.77 个百分点；成渝都市圈和京津冀城市群的面积占比分别为 9.81%和 8.61%，与 2018 基本持平。五大经济区域合计占比达 56.16%，较 2018 年提升 3.02 个百分点。紧跟我国区域经济协同发展的政策导向，物管公司的布局由项目导向过渡到城市深耕，近两年进一步向城市群布局发展。

图表 32 物业百强企业管理面积区域分布



资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

强化城市渗透率，核心区域选择性下沉初见成效。从单个城市的管理规模来看，2019 年百强企业平均进入城市 31 座，单城市管理项目均值 6.84 个，对应单城管理面积均值 138.02 万平方米，单项目管理规模 20.18 万平方米。从物业百强管理面积 TOP20 的具体城市来看，一二线城市及城市群占比较高。按照城市发展的规律来看，我国已开始由北上广深单核城市发展向区域经济崛起过渡，未来物管在单城渗透增强的同时，有望呈现辐射状向核心城市周边卫星城蔓延。

图表 33 物业管理百强布局城市规模 TOP20

城市名称	城市能级	所属区域	管理规模（万方）
重庆	2	成渝	47582
广州	1	珠三角	25073
北京	1	京津冀	22165
成都	2	成渝	21269
武汉	2	长江中游	20439
杭州	2	长三角	18780
南京	2	长三角	18093
上海	1	长三角	17892
苏州	2	长三角	17869
合肥	2	长三角	16709
深圳	1	珠三角	13560
济南	2	山东半岛	12722
长沙	2	长江中游	12310
福州	2	海西经济圈	12256
郑州	2	中原经济圈	12119
贵阳	2	其他	11310
南昌	2	其他	9895

沈阳	2	其他	9158
嘉兴	3	长三角	8779
昆明	2	其他	8567

资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

2.4 基础服务筑底，增值服务添花

“量身定制”的增值服务，更具竞争力。物业管理行业在业态内容的拓展方面已由传统的基础服务延伸至丰富的增值服务。相对基础服务而言，增值服务的类型更多样、调整更具弹性。按不同服务对象可以分为业主增值服务与非业主增值服务。当前，头部房企在增值服务的拓展上并非盲目扩张，而是结合自身优势与客户需求实现“量身定制”。例如，绿城服务的物业资产管理服务、园区空间服务、文化教育服务等；碧桂园服务提供的房地产经纪服务；雅生活服务的社区资源服务；中海物业的自有资产经营等等。

图表 34 碧桂园服务增值业务简介

业务类型	业务内容	公司优势
社区增值服务	房屋配套服务、场地运营服务、生活团购服务、汽车服务、房屋短租服务、保险服务	资源优势、营销优势、平台优势
非业主增值服务	配合房地产开发的时间节点，提供需求分析、服务策划、开荒精细保洁、开放开盘现场维护、案场日常接待服务、样板房保鲜及解说服务等	三级组织管理体系、认购即服务模式、定制化服务+标准化培训、卓越的员工团队

资料来源：碧桂园服务官网，华安证券研究所

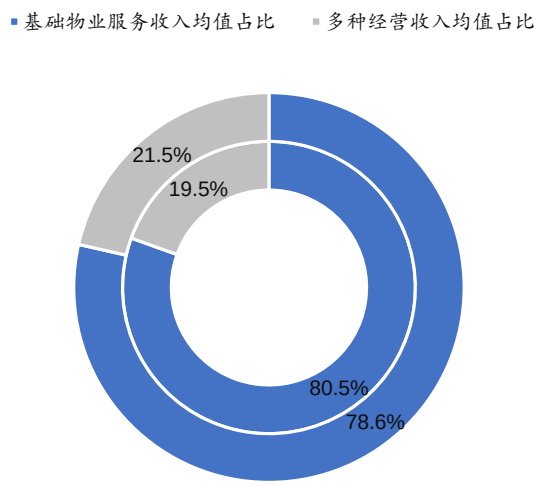
图表 35 旭辉永升服务 UP 生活业务部分内容

业务类型	业务内容	公司优势
旭惠美家	家居服务、拎包入住	与数家知名装修公司合作，提供贴心的专业家居服务，包括家电、装修等。让你省时、省钱、省心，直接拎包入住。

资料来源：永升生活服务官网，华安证券研究所

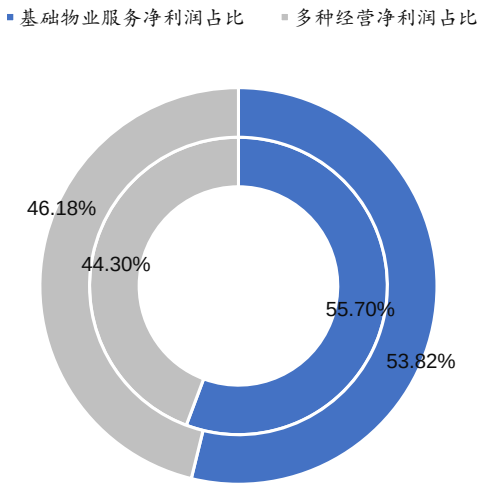
增值服务有望成为新的业绩增长点。从百强企业的收入构成看，2019 年基础物业服务收入均值达 8.17 亿元，占比 78.6%，较 2018 年下降 1.9 个百分点，但依然是营收的主要部分；多种经营收入均值达 2.23 亿元，同比增长 29.0%，占比约 21.5%。多种经营收入中，空间运营、房屋经纪和电商服务位列前三。从百强企业的净利润构成来看，2019 年基础物业服务净利润占比约 53.82%，较 2018 年下降 1.9 个百分点；多种经营净利润均值占比提升至 46.18%。增值服务的盈利能力强于传统的基础物业服务。**我们认为，一方面随着物管公司对增值服务的持续拓展，多种经营业务规模有望进一步提升；另一方面随着人力成本的增加，基础物业服务的盈利能力或进一步受到压制，而增值服务有望成为行业新的利润贡献力量。**

图表 36 百强收入构成中增值服务占比提升



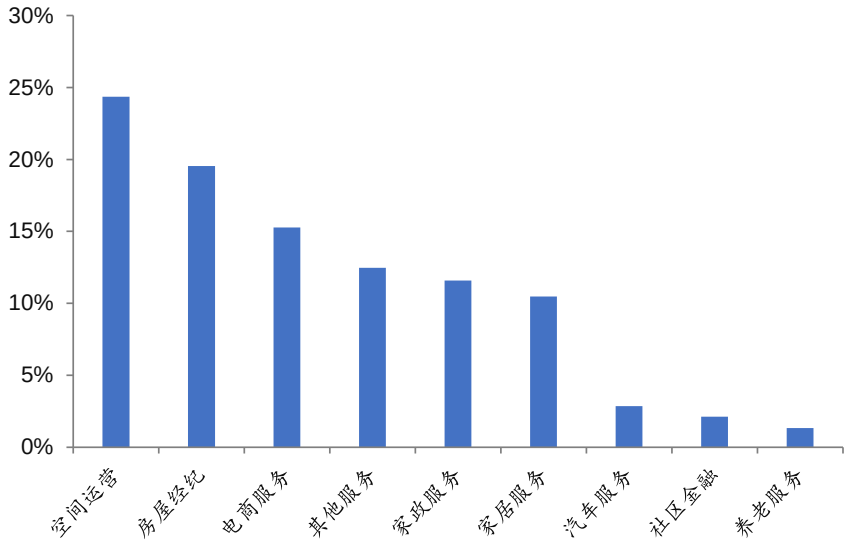
资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所
注：内圈为 2018 年数据、外圈为 2019 年数据

图表 37 百强净利润构成中增值服务占比提升



资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所
注：内圈为 2018 年数据、外圈为 2019 年数据

图表 38 2019 百强增值服务收入占比



资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

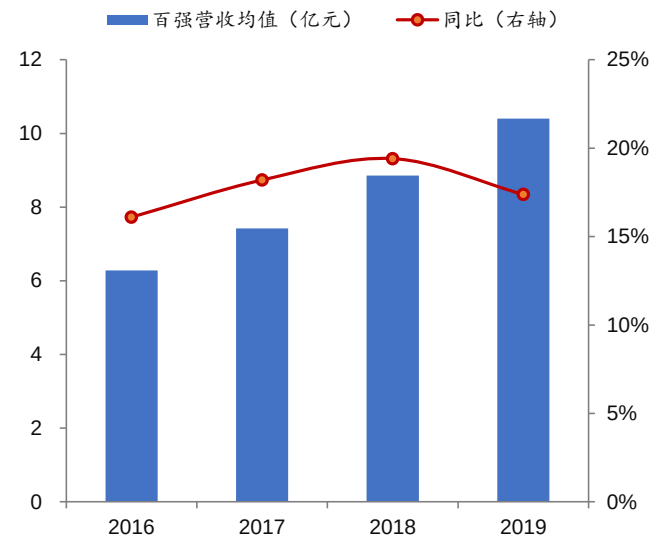
3 公司发展：多维提升竞争力，铸头部护城河

3.1 规模扩张向高质量成长转变

行业发展的初期，头部企业凭借集团自上而下的资源输送及强化第三方拓展能力，短期内实现规模的迅速提升。行业发展格局逐步形成的同时，头部企业不再盲目的追求管理面积的增长，而是由规模向质量过渡。以物业百强为例，2019 年营业收入均值达 10.40 亿元，同比增长 17.38%，高于同期在管规模增速近 2.3 个百分点，质量提升高于规模增长。分梯队来看，TOP10 实现营收均值约 56.76 亿元，同比增长 16.24%；TOP11-30 作为第二梯队实现营收均值约 21.42 亿元，同比增长 28.02%，在各梯队中增

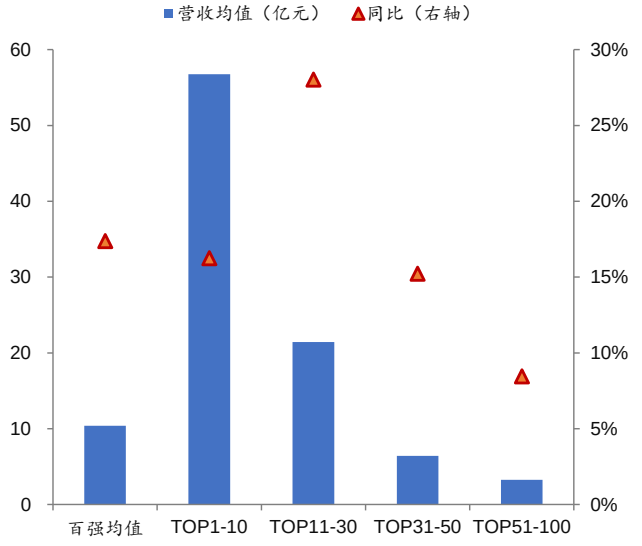
速最快；TOP31-50 实现营收均值 6.41 亿元、TOP51-100 实现营收均值 3.25 亿元，同比分别增长 15.22%和 8.46%，虽有增长，但增速低于百强平均水平。值得注意的是，百强企业在净利润上的梯队分化较营收口径更明显，TOP10/11-30 净利润均值分别达 6.60 亿元、1.84 亿元，为百强均值的 7.25 倍和 1.84 倍；而 TOP31-50/51-100 的增速相对较缓。

图表 39 物业百强营收及其增速



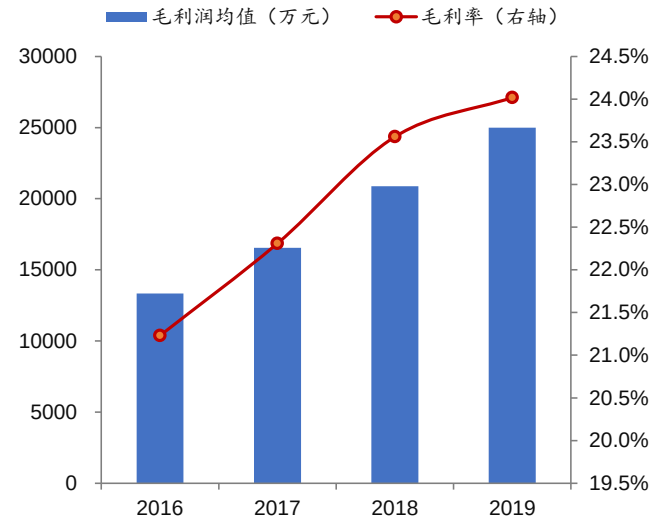
资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

图表 40 2019 百强各梯队营收水平



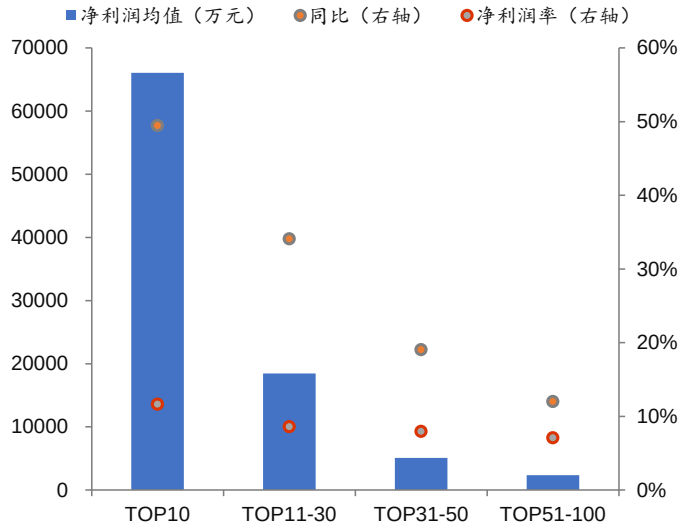
资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

图表 41 物业百强毛利率水平



资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

图表 42 2019 百强各梯队净利润水平



资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

3.2 加强品牌建设，搭建竞争软实力

从物业管理行业的定位来看，早期的物管公司更倾向于住宅开发配套服务的角色，有一定的附属性，作用更多的体现在对住宅项目销售价格与租赁项目租金的影响。而**开发商在物业管理服务的实施过程中通常存在两种形式：**（1）集团内部配备自有的物

业管理公司。这类开发商会对自身的服务品质提出较高的要求，以便形成良好的口碑与品牌效应，为集团开发的项目形成加持效果；（2）开发商不具备自身的物管板块业务，则需要在市场上寻找服务机构，品牌效应往往会成为选择与否的重要考虑因素之一。**随着房地产开发由增量市场逐步向存量市场转化，品牌效应将成为继规模之后，新的核心竞争力之一。**

图表 43 2020 中国物业百强 TOP10

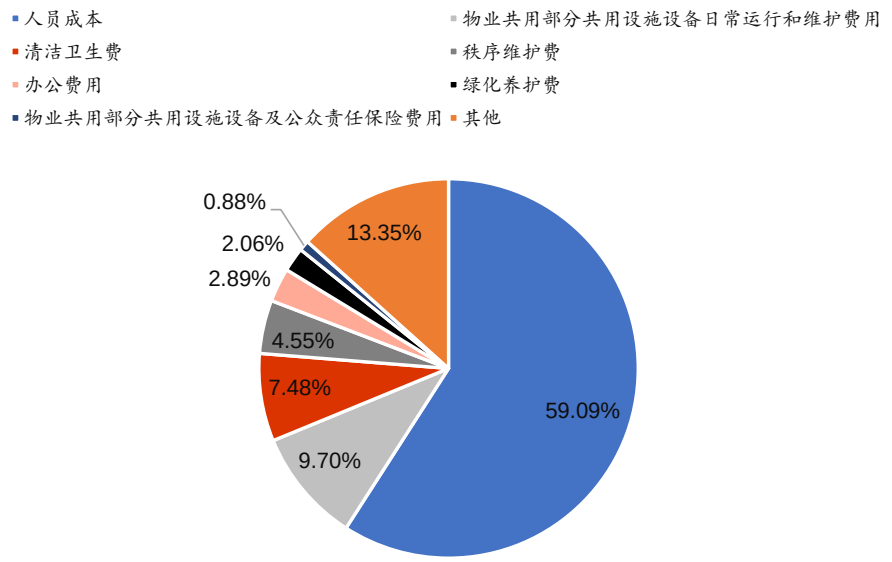
排名	物业公司名称	相关开发商
1	碧桂园服务控股有限公司	碧桂园
2	绿城物业服务集团有限公司	绿城中国
3	保利物业发展股份有限公司	保利地产
4	雅居乐雅生活服务股份有限公司	雅居乐集团
5	恒大金碧物业	中国恒大
6	彩生活服务集团	-
7	龙湖物业服务集团有限公司	龙湖集团
8	深圳市金地物业管理有限公司	金地集团
9	招商局积余产业运营服务股份有限公司	招商蛇口
10	金科物业服务集团有限公司	金科股份

资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

3.3 技术创新，降本提效

随着行业规模的提速扩张，头部企业对从业人员的需求量增长，对其专业水平提出了更高的要求，特别是在增值服务拓展方面，专业技能的要求更加突出。人工成本的提升直接导致物业管理公司经营成本增加。2019 年，百强企业的经营成本均值达 7.90 亿元，同比增加 16.66%。其中，人员成本是主要支出项，占比约 59.09%，较 2018 年增长 1.25 个百分点。因此，企业需要在规模扩与成本管控中寻求平衡点以实现稳步发展。

图表 44 2019 百强经营成本构成

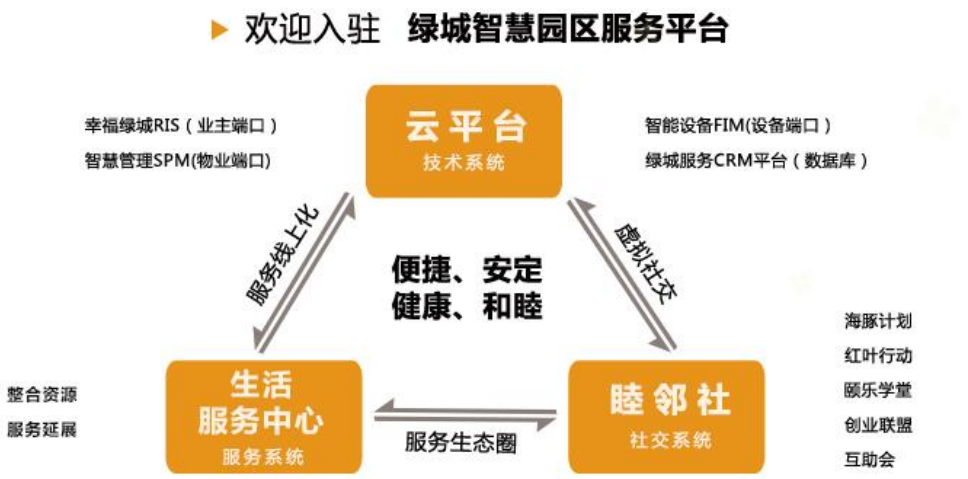


资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

物管行业头部企业纷纷尝试采取科技创新的方式实现提效、降本。例如：绿城服

务的“智慧园区服务体系”，即通过构建技术系统（云平台）、服务系统（一体化服务平台）、社交系统（睦邻社）三大系统，提升服务的便捷性。考虑到智能化与人工劳动并未形成完全替代。因此，科技创新带来的降本提效在中长期来看具有积极效用，短期的操作空间依然处于探索阶段。

图表 45 绿城服务智慧园区服务平台



资料来源：绿城服务官网，华安证券研究所

3.4 人才集聚，共同发展

行业当前已出现双线发展趋势，一方面随着销售向竣工的传到带来行业规模迅速提升；另一方面随着业务的拓展，行业对从业人员的知识水平和业务能力提出了更高的要求。为了保障规模扩张的同时，业务内容顺利拓展，头部企业对高科技创新型、复合型人才的引进力度持续提升，以实现人才结构的不断优化。头部企业逐步完善激励计划，激发员工的积极性、增强员工的归属感，为企业带来长远发展的竞争力。

图表 46 部分上市物管公司的激励方案

物业公司	激励方案
永升生活服务	Best Legend 于 2019 年 6 月 18 日采纳股份奖励计划，该计划自首次根据该计划授予任何奖励之日起 11 年内有效。
佳兆业美好	于 2019 年 7 月 19 日售出 1145 万份购股权，每股行权价为 15.70 港元。
新城悦服务	于 2019 年 11 月 15 日采纳一份股权奖励计划，委托受托人从公开市场购入现有股份，并以信托形式代相关经选定参与者持有。
绿城服务	于 2020 年 1 月 23 日起，根据公司 2018 年 5 月 25 日采纳的购股权计划合计授出 3315 万份购股权，每股行权价 9.214 港元。
中奥到家	于 2017 年 6 月 27 日起，董事会采纳股权奖励计划，有效期 10 年。
奥园健康	于 2020 年 6 月 29 日，董事会根据 2019 年 5 月 28 日采纳的本公司购股权计划授出合计 900 万份购股权，各获授人于接纳购股权时支付 1 港元，每股行权价为 8.31 港元。
浦江中国	于 2018 年 8 月 30 日，董事会采纳股权奖励计划，有效期 4 年。

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

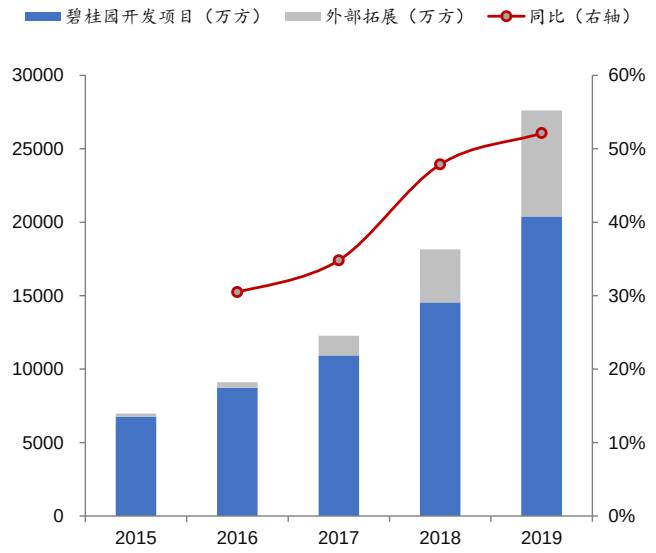
4 头部企业：抢跑黄金赛道的优质标的

4.1 碧桂园服务

碧桂园服务成立于 1992 年，2005 年获得国家一级资质认证，并于次年走出广东实现全国化布局，2015 年碧桂园进入全国物业服务行业的十强，并在 2018 年赴港上市。公司完成了英国标准协会（BSI）质量管理体系 ISO、环境管理体系 ISO 及职业健康安全体系三大认证，服务业态包括住宅、商业物业、写字楼、多功能综合楼、政府及其他公共设施、产业园、高速公路服务站、公园及学校等。

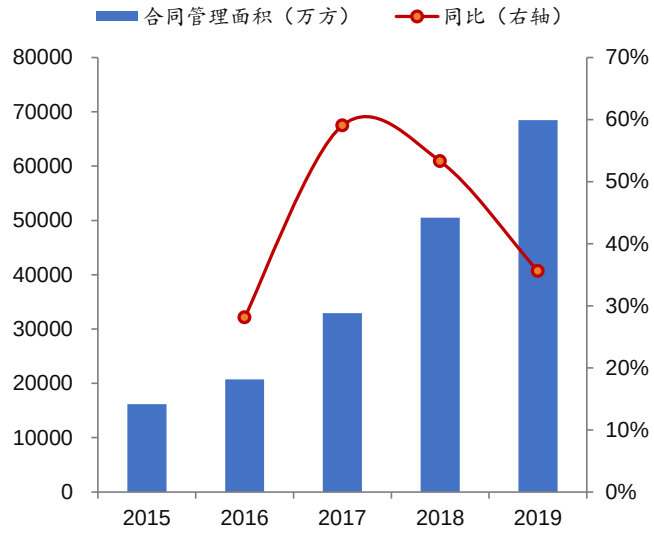
自上而下继承集团项目输送，强化外部拓展能力，管理规模稳步提升。截至 2019 年底，公司的合同管理总面积（不包括”三供一业”）达到 6.85 亿方，收费管理面积达到 2.76 亿方，相较 2018 年底分别增长 35.6%和 52.1%。收费管理面积中由碧桂园集团开发的物业面积占比达到 73.9%。新增业务“三供一业”的收费管理面积约为 0.85 亿方。管理范围覆盖了全国 31 个省级单位下超过 350 个城市以及海外，项目数量达到 2405 个，服务业主数量超 346 万，规模稳步扩张。

图表 47 碧桂园服务收费管理面积构成



资料来源：碧桂园服务公司公告，华安证券研究所

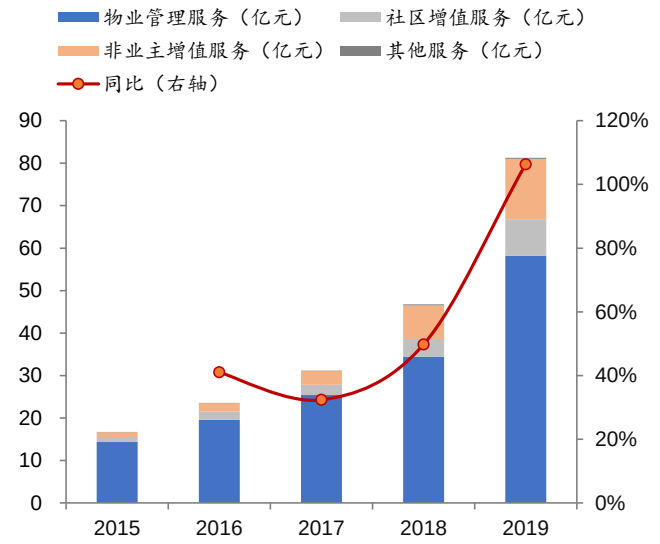
图表 48 碧桂园服务合同管理面积及其同比



资料来源：碧桂园服务公司公告，华安证券研究所

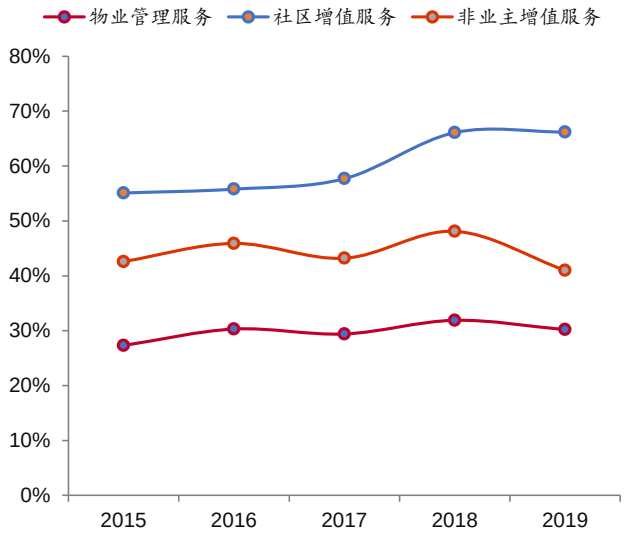
基础业务稳健增长，增值服务拓展延伸。公司 2019 年总收入达到 96.45 亿元，相较前一年的收入 46.75 亿元增加了 106.3%。其中，物业管理服务收入 58.17 亿元，社区增值服务收入 8.65 亿元，非业主增值服务收入 14.22 亿元。不计三供一业的情况下，增值服务收入合计占比约 28%，比 2018 年增加 2.16%。三供一业服务共计收入 15.15 亿元。年内公司毛利润达到 30.52 亿元，相较前一年增加 12.90 亿元，增长 73.3%；总体毛利率由 2018 年底的 37.7%下降至 31.6%，主要受新项目“三供一业”的低毛利率水平影响。分类来看，物业管理服务的毛利率约 30.2%，较上一年下降了 1.7%；社区增值服务毛利率增加 0.1 个百分点达到 66.2%，相对稳定；非业主增值服务下降 7.1 个百分点约为 41.0%，主要和售前业务管理的咨询服务的平均服务费降低以及交付前开荒清洁及其他服务收入毛利率偏低的业务增长有关；三供一业中物业管理服务的毛利率大约为 13.4%，供热服务的毛利率约为 6.0%，其毛利率低的主要原因在于服务对象多为老旧小区，但是承包国企改革项目具有业务规模大，合作前景广的特点。例如，公司 2018 年与中石油的合作有将近 1000 个项目广泛分布于华北、东北地区。

图表 49 碧桂园服务营业收入构成



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 50 碧桂园服务各业务毛利率水平



资料来源：wind，华安证券研究所

着眼未来，引领新型智慧社区，创新驱动增长。公司提出行业首个基于 AI+物联的全栈解决方案产品体系，与腾讯、阿里云、百度、海康威视、博智林机器人等高新科技公司达成了战略合作关系。在今年的疫情期间又推出社区防疫智能化方案，数字化方案满足疫情控制需求。同时将与国内 5G 运营商合作提供社区人工智能服务，并且已经建设了全国首个 5G 试点社区。

图表 51 碧桂园服务社区“大脑”运行图



资料来源：碧桂园服务官网，华安证券研究所

图表 52 碧桂园服务 AI 应用场景一览图

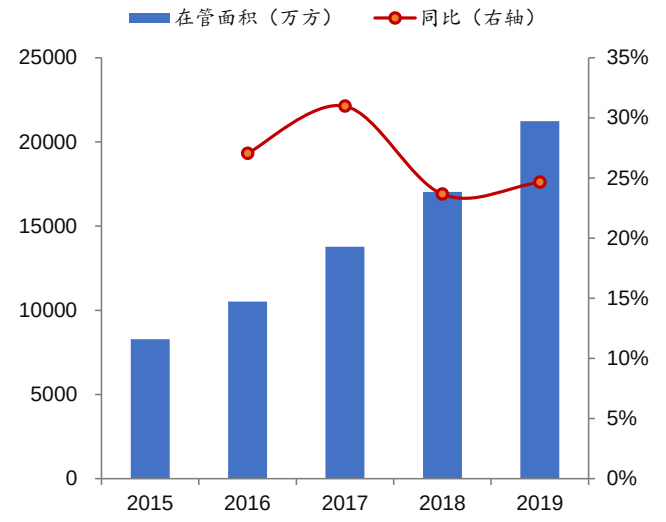


资料来源：碧桂园服务官网，华安证券研究所

4.2 绿城服务

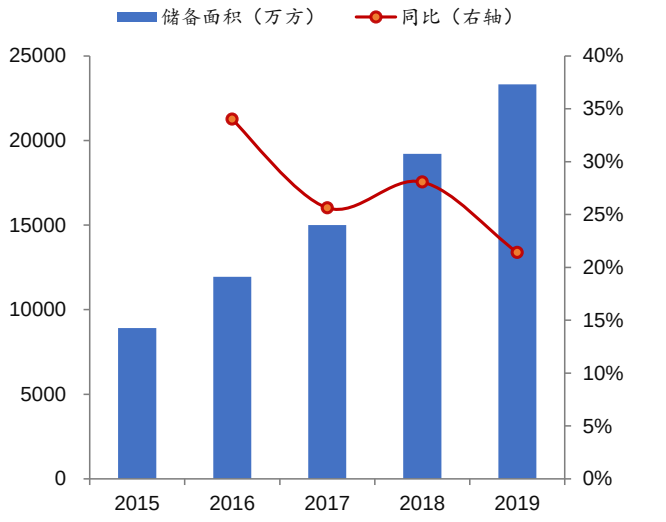
公司 1998 年成立于杭州，2003 年开始走出浙江向全国扩张，逐渐进入长三角、渤海经济圈的主要城市，并于 2016 年 7 月在港交所挂牌上市。公司多年蝉联中国物业服务百强满意度领先企业。截至 2019 年末，品牌价值已经达到了 100.06 亿元。公司服务范围覆盖了全国 29 个省、直辖市、自治区下的 147 个城市，总合同服务面积约 4.45 亿方，服务类型包括市政公建项目、城市综合体、商务写字楼、别墅、公寓、学校、足球基地和高新产业园等，在管项目 1454 个，接管、咨询及代管的项目数量超过 2650 个。

图表 53 绿城服务在管面积规模



资料来源：绿城服务公司公告，华安证券研究所

图表 54 绿城服务储备面积规模

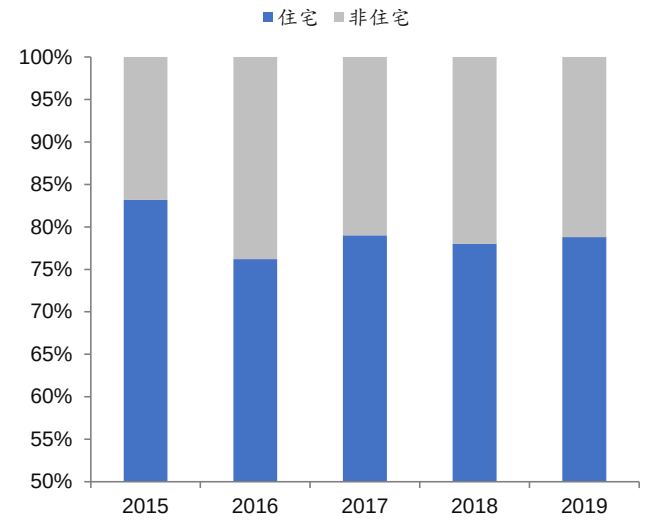


资料来源：绿城服务公司公告，华安证券研究所

提升规模，改善结构。公司 2019 年底在管面积 2.12 亿方，相较 2018 年增长了 24.6%；储备面积较 2018 年增长 21.4%达到 2.33 亿方。规模扩大的同时，公司积极实行第三方资源扩展，使其布局更加均衡。通过细分服务产品形成商写服务品牌“绿城云享”，为非住宅销售服务主力。2019 年，公司物业服务收入构成中，非住宅项目占比持续提升，达到 29.8%。布局的调整有利于公司灵活面对行业的发

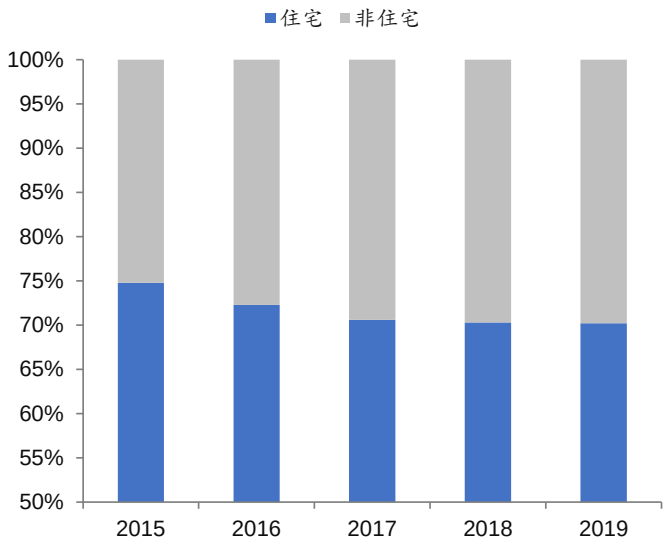
展新趋势。

图表 55 绿城服务在管面积构成



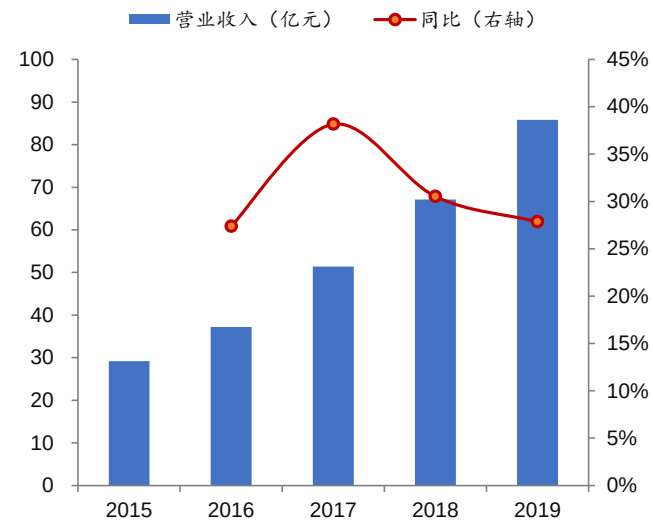
资料来源：绿城服务公司公告，华安证券研究所

图表 56 绿城服务收入构成



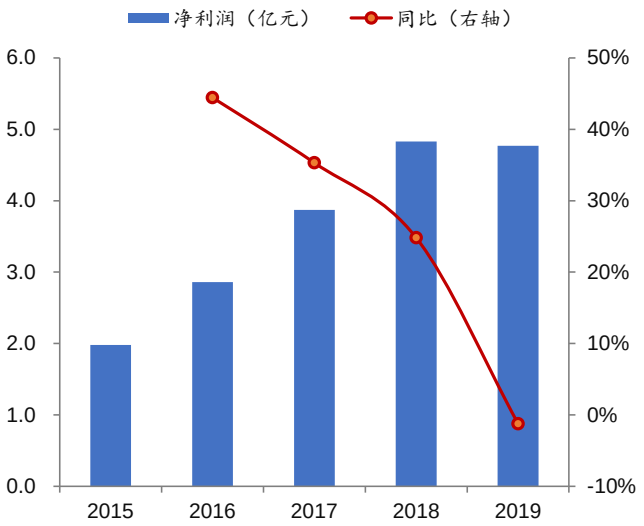
资料来源：绿城服务公司公告，华安证券研究所

图表 57 绿城服务营业收入及其同比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 58 绿城服务净利润及其同比



资料来源：wind，华安证券研究所

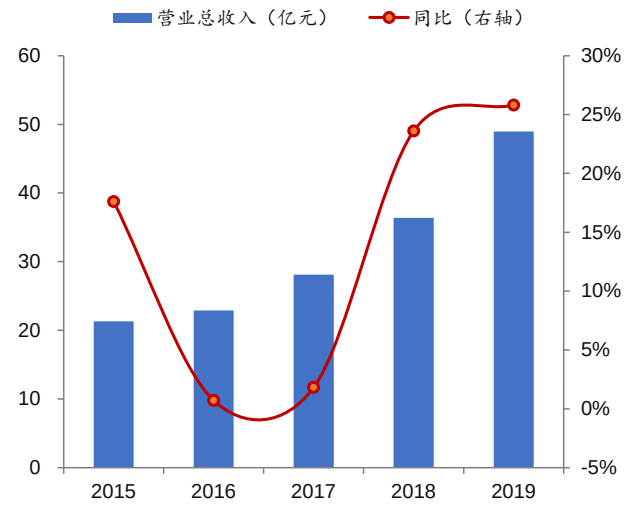
增值项目稳步推进，早教业务再添动能。园区服务和咨询服务是公司传统的增值服务，今年延续强势发展。园区服务包括了园区产品、居家生活、园区空间、物业资产管理、文化教育等基于业主全生活服务场景及房地产全生命周期的产品和解决方案。咨询服务包括在建物业服务和管理咨询服务。截至 2019 年底，园区服务收入达到 19.13 亿元，占总收入的 22.3%，同比增长 46%；咨询服务收入 12.17 亿元，在总收入中占比 14.2%，较上一年增长 29.6%。在保持传统优势业务持续发展的同时，公司积极向新领域拓展，不断改进完善其早教品牌“奇妙园”，并且收购澳洲 MAG 公司以引入其先进教育理念及课程，提升公司早教品牌的核心竞争

力。

4.3 中海物业

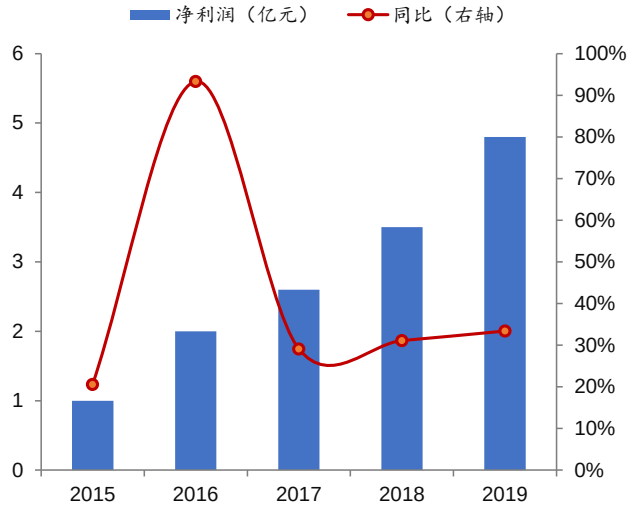
公司于 1986 年在香港注册成立，1991 年正式进入中国市场，成立了“中海物业深圳公司”，逐渐扩张至大陆 20 多个省份及港澳地区。2005 年公司正式推出“中海·深蓝”这一高端物业管理品牌，并于次年成功走出国门进入越南市场。中海物业集团在 2013 年获得 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001 三体系认证证书，并于 2015 年在港交所上市。公司目前管理面积超过 1.58 亿方，覆盖全国 114 个主要城市，在管项目超过 850 个。公司 2019 年营业总收入 49.0 亿元，同比增长 25.8%；实现净利润 4.8 亿元，同比增长 33.4%，实现规模、业绩双丰收。

图表 59 中海物业营业收入及其同比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 60 中海物业净利润及其同比



资料来源：wind，华安证券研究所

央企背景带来市政业务拓展优势。中海物业集团是中国海外集团旗下唯一的物业管理公司，中国海外集团又隶属于位居世界 500 强企业第 21 位的中国建筑集团。公司依托央企背景，在非住宅业态领域拓展表现亮眼。其中，包括雄安新区启动项目——雄安新区市民服务中心，港珠澳大桥口岸，西九龙高铁站，香港司法机构下辖物业等国内重要的市政服务项目。

图表 61 腾讯云计算中心



资料来源：中海物业官网，华安证券研究所

图表 62 中央人民政府驻港联络办公大厦



资料来源：中海物业官网，华安证券研究所

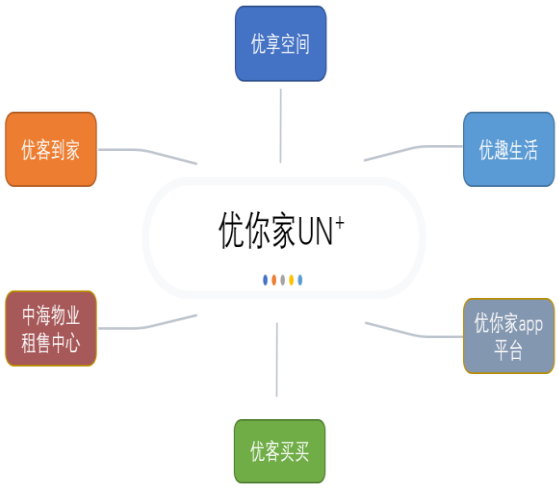
兴海物联，优你互联，新技术带来新动力。公司基于客户需求，通过物联网、互联网等新兴技术，定制了智慧型社区的整体解决方案，为品牌价值提升和增值运营提供了可靠的服务基础。兴海物联采用物联网+社区的方式，通过大数据平台和配套的技术解决方案以及产品体系，为可持续增长社区充能，提供了一系列切实有效的创新服务产品。优你互联则依托公司优质服务的基础和丰富的社区资源，通过开放性的优你家 app 和微信平台等载体，连接客户、商户、物业实现多方共赢，打造了一个专业化、多功能的互联网生态圈。

图表 63 兴海物联产品



资料来源：中海物业官网，华安证券研究所

图表 64 优你+服务生态圈



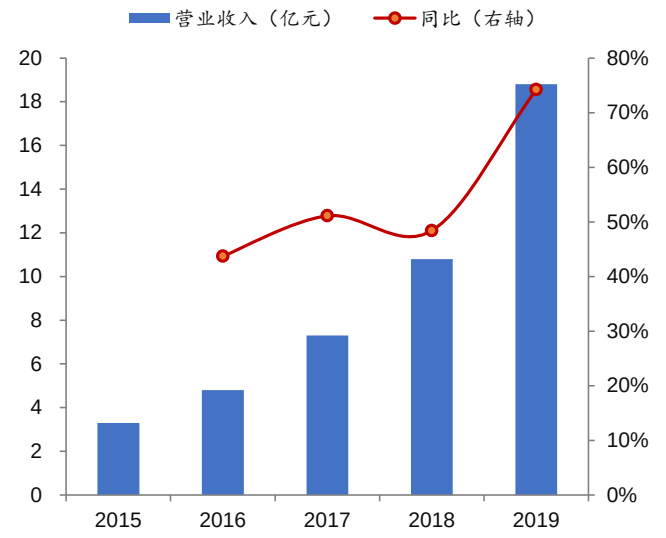
资料来源：中海物业官网，华安证券研究所

4.4 永升生活服务

上海永升物业管理有限公司于 2002 年在上海成立。2013 年获得 ISO 9001:2008 质量管理体系认证、ISO14001:2004 环境管理体系认证及 GB/T28001－2011 职业健康安全管理体系认证，并于次年进入行业百强。2018 年正式在港交所挂牌上市。2019 年进行战略转型，公司简称由“永升物业”更名为“永升服务”，并发布高端品牌“铂悦管

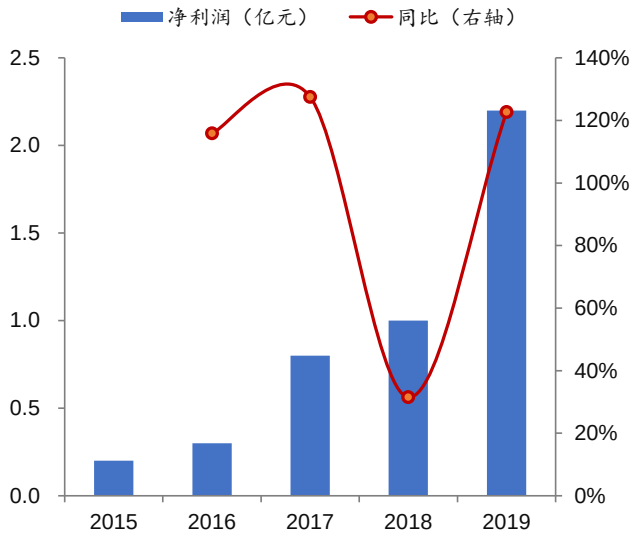
家”。截至 2019 年末，永升服务覆盖了全国 78 个城市，用户超过 31 万。在管总签约面积约为 1.1 亿方，项目 609 个，服务范围涵盖住宅、办公、商业园区、学校、医院、展览中心等。

图表 65 永升生活服务营业收入及其同比



资料来源：wind，华安证券研究所

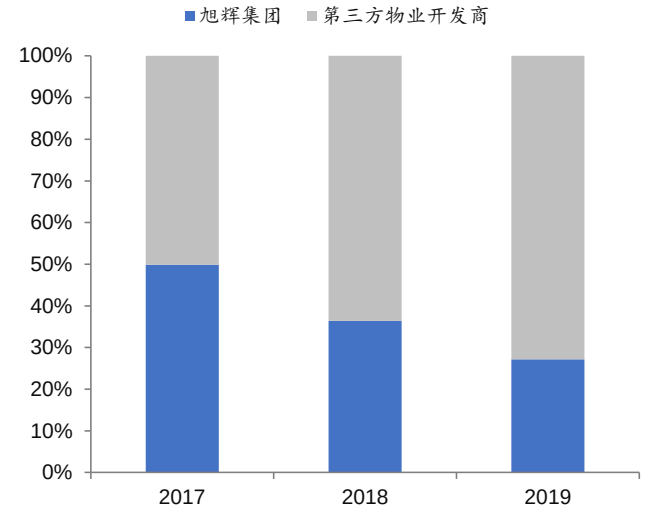
图表 66 永升生活服务净利润及其同比



资料来源：wind，华安证券研究所

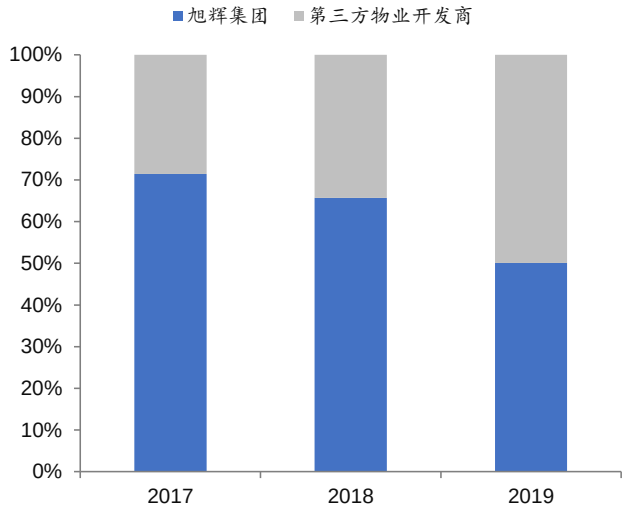
内部继承与外部拓展并进。公司管理规模逐年提升，在得到旭辉集团大力支持的同时积极外拓，与辽宁广纳，广西筑成等地产商进行合作取得其物业管理权，并且收购青岛雅园补充高端物业板块，以多元方式向独立市场拓展第三方资源。截至 2019 年底，公司在管面积 6520 万方，同比增长 62.2%。在管面积中来自旭辉集团的项目面积为 1768.5 万方，占比 27.1%，比去年同期下降 9.3 个百分点，物业收入中来自旭辉集团的占比 50.1%，同比降低 15.6%。

图表 67 永升生活服务在管面积构成（按来源）



资料来源：永升生活服务公司公告，华安证券研究所

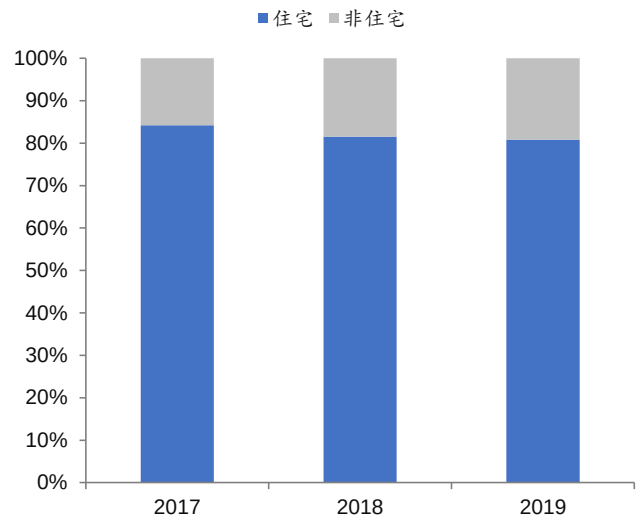
图表 68 永升生活服务收入构成（按来源）



资料来源：永升生活服务公司公告，华安证券研究所

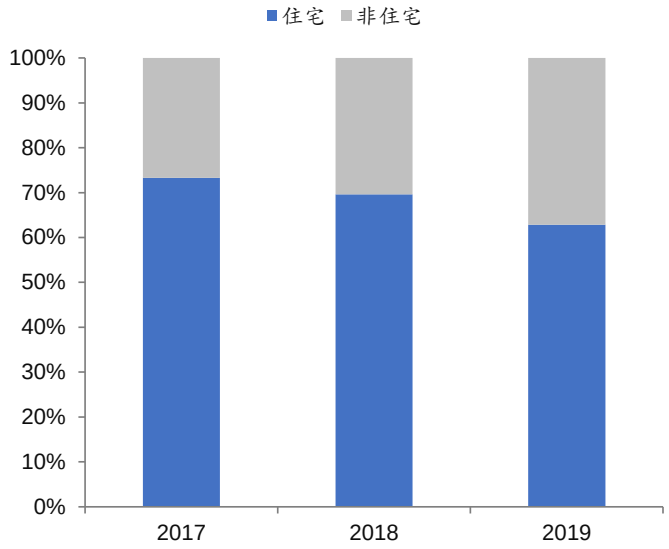
服务供应多样化，覆盖多业态物管组合。公司在 2019 年进一步向非住宅业态进行拓展，进入一些更为细分的板块，例如高速公路服务站、地铁轨道交通、景区旅游点等。2019 年，公司新增在管建筑面积中非住宅项目约为 19.9%，社区增值服务实现营收 4.83 亿元，同比增长 143.5%，来自社区增值服务的收入占总收比例达到 25.7%。公司已经初步实现全业态覆盖。同时公司推出了一系列定制化的增值服务满足客户的需求，包括旭惠每家、旭惠团、邻聚游等。基于更为丰富的业态组合和个性化的增值服务，未来公司的整体价值值得期待。

图表 69 永升生活服务在管面积构成（按业态）



资料来源：永升生活服务公司公告，华安证券研究所

图表 70 永升生活服务收入构成（按业态）



资料来源：永升生活服务公司公告，华安证券研究所

图表 71 永升智慧物业

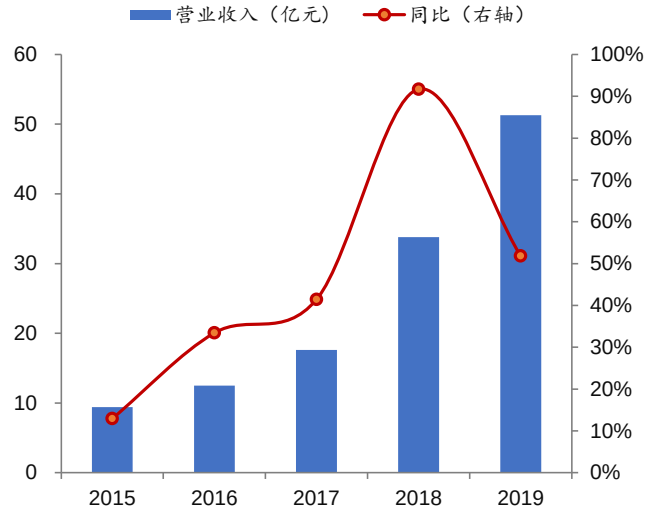


资料来源：永升生活服务官网，华安证券研究所

4.5 雅生活服务

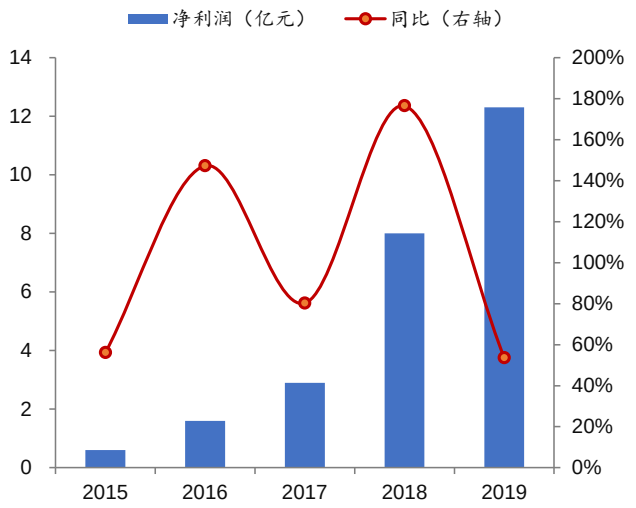
雅居乐物业管理公司成立于 1992 年，于 2018 年在港交所上市，业务包括物业服务、资产管理、公共服务和社区商业，在管面积约 5 亿平方米，覆盖全国超过 30 个省、直辖市、自治区，服务项目数量超过 3500 个，位列 2019 中国物业服务百强企业第 7 名。

图表 72 雅生活营业收入及其同比



资料来源：雅生活服务公司公告，华安证券研究所

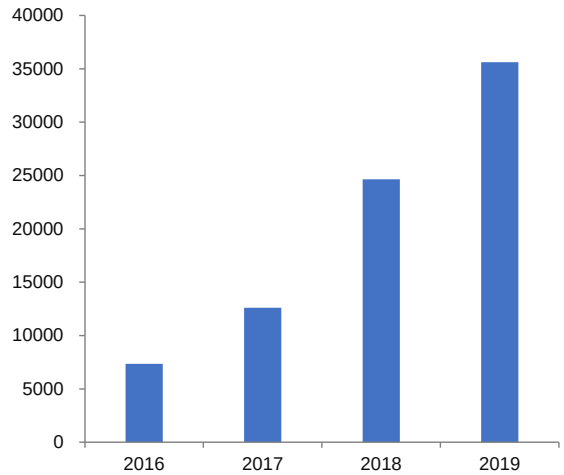
图表 73 雅生活净利润及其同比



资料来源：雅生活服务公司公告，华安证券研究所

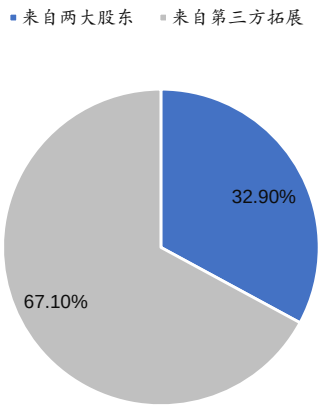
强强联手，拓宽边界，高速增长。公司 2017 年收购绿地物业后，双一线地产开发商的联合为公司管理规模的内源扩张提供了保障。截至 2019 年末，公司在管面积和合约面积相较去年分别提升 69.4%和 55.0%，达到 2.34 亿方和 3.56 亿方。来自雅居乐集团和绿地控股两大股东的合约面积占比 32.9%，其中雅居乐集团合约面积 7705.3 万方，绿地控股合约面积 4007.6 万方。来自第三方的合约面积达到 2.39 亿方，占比 67.1%，与上一年相比新增率达到了 74%，第三方拓展能力非常优秀。

图表 74 雅生活服务合约面积（万方）



资料来源：雅生活服务公司公告，华安证券研究所

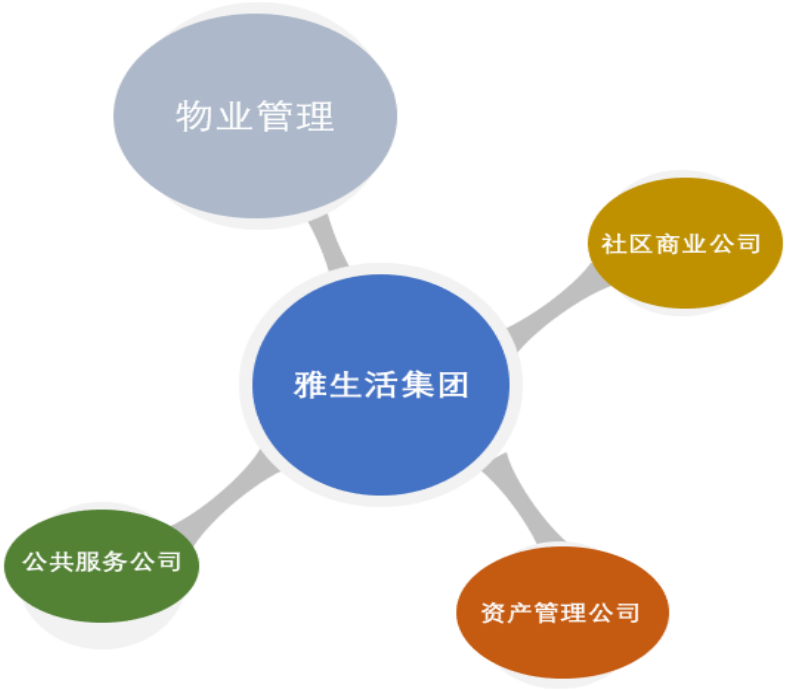
图表 75 雅生活服务在管面积构成（按来源）



资料来源：雅生活服务公司公告，华安证券研究所

多元增值服务，收入渠道丰富。公司在保持传统物业管理服务的同时通过发展公共业务，社区商业，资产管理拓展多元化发展路径。目前公司在管写字楼面积200 万方，合约管理写字楼面积超过 800 万方，为超过 6700 万方的公共项目提供服务，同时还通过一系列子公司，包括：雅韬广告、雅天科技、雅信工程咨询、雅卓地产等为社区商业提供 360 度的增值服务。2019 年公司社区增值服务毛利率达到 54.4%，为公司创造了 4.85 亿元的收入，较 2018 年增长了 68.1%。

图表 76 雅生活组织架构



资料来源：雅生活服务官网，华安证券研究所

投资建议：

受益于近几年我国房地产市场销售高增，未来 2-3 年物管规模扩张提速在即。传统物业服务规模稳步提升的同时，头部企业积极探索非住宅领域及非传统的增值业务，实现双维度发展。行业头部企业的规模优势逐步凸显，未来集中度进一步提升可期。建议关注背靠头部开发商且兼具第三方资源拓展能力的物管公司。

风险提示：

商品房竣工规模不达预期

尽管物管行业管理规模可以由销售规模进行预测，但是由于竣工环节的滞后时长受施工强度的影响。若施工强度不达预期，或带来物业管理潜在规模释放节奏放缓的风险。

人力成本上升导致利润空间受到挤压

人力成本目前仍是物管行业成本的主要组成部分之一。若人力成本超预期增加，会使行业的利润水平存在下降的风险。

增值业务拓展失败的风险

行业头部企业积极拓展增值业务，可能会导致多元化业务领域竞争激烈，存在拓展失败的风险。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。