

## 物业管理行业深度报告

# 朝阳行业，黄金时代

## 推荐（首次）

继承我国房地产行业特色，我国物业管理行业将注定呈现出一个规模大、增速高的蓝海市场，预计2030年末行业市场规模将高达2万亿元，远高于美日两国，并较目前规模有望翻番；近年来住宅销售高位稳定、竣工交付加速、物管渗透率提升等积极因素将综合推动行业进入规模爆发期，而在这大行业、小公司的格局中，房企集中度跳增和物管证券化加速等有利因素则将大幅推升物管集中度，预示着物管龙头将拥有巨大的成长空间；此外，物管行业的弱波动式稳定增长也将奠定其穿越周期的能力。我们首次覆盖物业管理行业，并给予“推荐”评级，对比国内外案例，我们认为物管公司合理PE20-30倍、PEG0.68倍，并且业绩增速越高应享受更高估值，建议关注：1) 背靠母公司型的高成长物管公司：新城悦(1755.HK)、碧桂园服务(6098.HK)、永升生活服务(1995.HK)；2) 商办类稀缺型物管公司：中航善达(000043.SZ)；3) 优质服务型物管公司：绿城服务(2869.HK)。

### 支撑评级要点

#### □ 行业概况：物管行业仍处于规模成长期，弱波动稳增长奠定穿越周期能力

物业管理行业最早起源于19世纪60年代的英国，而我国物管行业诞生于20世纪80年代的深圳，虽起步较晚，但发展较快，94年首次发布《管理办法》、03年颁布《物业管理条例》、迈向法制化轨道，17年取消物业一级资质核定审批、监管趋于市场化，由此推动行业健康发展。从行业数据来看，17年末我国物管行业管理面积达195亿平米、8年CAGR为7%，对应收入规模达9,978亿元，行业处于规模成长期，并且弱波动式稳定增长奠定穿越周期能力。

#### □ 行业空间：规模大、增速高的朝阳行业，正值规模爆发期的黄金时代

我国物管行业将是一个规模大、增速高的蓝海市场，预计2030年末行业总量空间达318亿平（预计较美日比值将高达2倍和8倍）、对应收入规模2万亿元，较17年末分别增长64%、98%，并且预计近年来将进入规模爆发期，主要基于：1) 城镇化率和人均居住面积提升等因素推动中期住宅增量需求中枢稳定为13亿平米；2) 销售-新开工-竣工的3年传导规律下16-18年销售高峰传导至19-21年竣工加速；3) 目前低能级城市、中西部发展不均衡，后续渗透率有望提升至89%；4) 预计监管市场化后新交付物业单价年均涨幅约2%。

#### □ 行业格局：房企集中度跳增和物管证券化加速将大幅推升物管集中度

17年末，前10强企业在管面积均值2.16亿方，3年CAGR达41%、远高于行业增速，并已达到百强企业的6.82倍，对应CR10为11.1%，较14年+4.9pct，行业集中度逐步提升、预计后续将进一步大幅跳增，主要源于：1) 本轮小周期中，房地产行业呈现“融资、拿地、销售”三重集中度提升，由此物管集中度的提升也是必然的伴随产物；2) 18年开始物管行业正值加速资产证券化时期，有助于头部企业进一步扩张；3) 目前物管行业仍较为分散，头部企业在资金优势、品牌力和运营能力等方面更具扩张优势，加速行业整合。

#### □ 发展路径：野蛮生长阶段背靠母公司型更佳，入口变现阶段优质服务型更佳

物管行业将呈现两阶段发展路径。第一阶段“野蛮生长阶段”，企业各显神通扩大规模：1) 获取母公司大量交付面积实现规模快速扩张（碧桂园服务、新城悦等）；2) 依靠优质服务获取中小开发商新交付项目（绿城服务等）；3) 收并购方式扩张（雅生活等）；4) 争夺存量市场管理面积。其中，我们认为现阶段背靠母公司型物管公司确定性更强。第二阶段“入口变现阶段”，行业格局将基本定型，增值服务由于远高于基础服务的毛利率以及多样性的发展方向，将成为后阶段盈利的关键点，优质服务型物管公司如绿城服务等。

#### □ 估值分析：合理PE20-30倍、PEG0.68倍，业绩增速越高应享受更高估值

1) 从PE来看，19Q1末，6家海外物管公司平均PE为23.9倍，高于7家AH股物管公司平均PE为21.7倍，物管公司合理PE区间或为20-30倍；2) 从PEG来看，16年3家海外物管公司平均PEG约0.69倍，相近于19Q1末AH股7家物管公司平均PEG为0.66倍，物管公司合理PEG或为0.68倍，鉴于AH股7家物管公司未来3年业绩GAGR高达38%（Wind一致预期），将导出主流物管公司合理PE约26倍、并且业绩增速越高应享受更高估值；3) 从市值来看，19Q1末，CBRE、Service Master、JLL市值分别达164、73、63亿美元，显著高于我国物管龙头、并预示后者市值仍有大幅提升空间。

#### □ 风险提示：社保改革降低行业盈利能力，企业并购存在商誉减值等风险。

### 华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

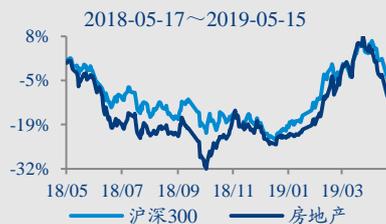
执业编号：S0360516120001

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	129	3.57
总市值(亿元)	23,122.9	3.9
流通市值(亿元)	19,641.08	4.51

### 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-10.62	13.8	-4.92
相对表现	-4.37	-1.15	0.1



### 相关研究报告

《房地产行业2018年报及2019年一季度报综述：营收加速、业绩分化，预收款锁定创新高》

2019-05-06

《房地产行业周报：高基数下成交放缓，苏州局部调控加码，国务院立法计划未提房地产税》

2019-05-12

《房地产1-4月月报：投资维持高位，销售延续热度、但分化加剧》

2019-05-15

# 目录

<b>一、行业概况：行业仍处于成长期，在管面积稳步增长，多种业态全面发展</b>	<b>8</b>
(一) 历史概况：我国物业起步于 80 年代，94 年开始迈向法制化轨道，03 年开始监管趋于市场化	8
1、发展历史：我国物业诞生于 80 年代、起步于深圳，94 年首次发布《管理办法》、迈向法制化轨道	8
2、政策演变：03 年颁布《物业管理条例》，监管趋于市场化，目前行业政策总体偏友善	8
(二) 三大分类：包干制为主酬金制为辅，基础服务与增值服务并存，住宅和商办等业态多元化发展	10
1、收费模式：包干制收取固定费用，酬金制收取固定比率费用，目前包干制占市场主流	10
2、服务类型：物业服务包含基础服务和增值服务，增值服务分为非业主增值服务、业主增值服务	11
3、物业业态：住宅占比 70%、商业、办公、园区分别占比 9%、9%、4%，业态呈多元化发展	11
(三) 经营层面：行业仍处于成长期，在管面积稳步增长，多种业态全面发展，物业费单价提升较慢	12
1、行业仍处于成长期，在管面积稳步增长，城镇化率仍处于快速增长阶段	12
2、百强企业管理规模持续提升，行业集中度快速提升，规模扩张同时伴随城市深耕	14
3、多种业态全面发展、其中住宅占比七成，管理城市能级由一二线逐步向三四线下沉	15
4、物业费单价提升较慢、一线显著高于二三四线、商办物业显著高于住宅物业	15
(四) 财务层面：17 年百强企业平均营收 7.4 亿元，毛利率 22.3%、净利率 7.7%，人工成本仍占主导	16
1、17 年百强企业平均营业收入 7.4 亿元，同比+18.2%、基础物业和多种经营分别占比 82%、18%	16
2、17 年百强企业毛利率 22.3%、净利率 7.7%，分别+1.2pct、+0.4pct，盈利能力持续提升	17
3、17 年成本构成中，人员费用占比 55.8%，较 16 年+2.5pct，仍占成本主导	18
<b>二、海外借鉴：城镇化率处不同阶段，体量远高于海外，物业稳定业绩穿越周期，获资本市场高估值</b>	<b>19</b>
(一) 总量差异：城镇化率处不同阶段，新房销量和新开工远高于美日，市场空间更大、增速也更高	19
1、城镇化率：城镇化率处于不同发展阶段、中国城镇化率仍处于高速发展期，且人口总量远高于海外	19
2、新屋成交：中国每年商品房销量远高于美国和日本，隐含未来交付面积体量可观	21
3、新开工体量：中国每年新开工面积远高于美国和日本	23
4、存量市场规模：我国存量住宅面积规模远高于美日两国、后续增速也料将更高	24
(二) 海外物管公司：营收稳定且持续增长，稳定业绩穿越周期，享受资本市场高估值	24
1、海外物管公司营收超过 20 年保持持续增长，稳定业绩穿越周期	24
2、毛利率早期较高，随规模扩张或有所下行，稳定过后有所回升、经营活动现金流稳定	27
3、海外物管公司市值持续提升，稳定业绩享受资本市场高估值	28
<b>三、市场空间：估算 2020 年行业收入规模 11,737 亿、渗透率仍有空间、集中度望明显提升</b>	<b>30</b>
(一) 空间之一：估算 2030 年行业总量空间达 318 亿平，对应收入规模 2.0 万亿	30
1、方式一：通过未来住宅需求中枢估算对管理面积总量预测	30
2、方式二：通过销售-新开工-竣工的传导关系推导未来 3 年管理面积	33
(二) 空间之二：行业渗透率仍有空间，且一二线和三四线发展错位、东部较中西部渗透率更高	35

(三) 空间之三: 行业集中度大幅提升、头部企业市占率提升 .....	37
(四) 空间之四: 横向业态延申, 住宅、商办到城市服务, 纵向多经升维, 基础服务衍生增值服务 .....	42
1、横向延申: 业态延申, 从住宅、商办逐步扩围至园区、城市服务 .....	42
2、纵向升维: 基础服务二维圈地, 增值服务纵向升维, 空间巨大 .....	43
(五) 空间之五: 科技变革赋能行业效能, 压缩成本带动利润空间提升 .....	45
1、人均产值逐步提升, 科技赋能压缩成本空间 .....	45
2、适度增加外包比例, 一定程度上可降低刚性成本 .....	45
<b>四、发展路径思考: 大行业, 小龙头, 格局良好、背靠母公司型物业确定性更强 .....</b>	<b>46</b>
(一) 第一阶段: 大行业, 小龙头, 野蛮生长阶段, 行业竞争格局良好 .....	46
1、方式一: 背靠集团或兄弟开发企业, 获得大量交付面积, 实现管理面积规模高增, 确定性较强 .....	46
2、方式二: 依靠服务品质, 持续拓展无自身物业公司的中小开发商的新房, 可复制性不高 .....	47
3、方式三: 收并购方式增加管理面积, 直接并迅速增加管理面积, 但存在商誉减值等风险 .....	48
4、方式四: 存量市场, 更换物业公司产生的机会, 目前尚不具备充分基础 .....	49
(二) 第二阶段: 物业入口变现阶段, 平台化价值的变化, 增值业务独特性 .....	49
1、增值服务多样化, 且具有独特性, 物业公司各自聚焦某一专业领域, 行业竞争格局难加剧 .....	50
2、增值服务收入占比逐步提升, 利润率远高于基础服务, 将成为盈利关键点 .....	50
<b>五、公司及估值分析: 物管公司合理 PE20-30 倍、PEG0.68 倍, 业绩增速越高应享受更高估值 .....</b>	<b>51</b>
1、背靠开发企业型优势较强、商办类型物业稀缺值得关注 .....	51
2、物管行业加速证券化, 享受资本市场高估值, 国内外物管公司 PE20-30 倍、PEG 约 0.68 倍 .....	53
<b>六、投资建议: 朝阳行业, 黄金时代, 首次覆盖物管行业, 给予“推荐”评级 .....</b>	<b>55</b>
<b>七、风险提示: 社保改革降低行业盈利能力, 企业并购存在商誉减值等风险 .....</b>	<b>55</b>

# 图表目录

图表 1、我国物管行业发展历史.....	8
图表 2、政策法规情况.....	9
图表 3、物业管理企业主流收费模式对比.....	10
图表 4、物业服务类型.....	11
图表 5、物业服务业态分类及占比情况.....	12
图表 6、物业管理行业规模稳步提升.....	12
图表 7、我国城镇化率仍处于高速增长期.....	12
图表 8、商品房销售面积&同比.....	13
图表 9、商品房住宅销售面积&同比.....	13
图表 10、房屋新开工面积&同比.....	13
图表 11、房屋住宅新开工面积&同比.....	13
图表 12、房屋竣工面积&同比.....	13
图表 13、房屋住宅竣工面积&同比.....	13
图表 14、2010 年后房屋新开工面积大幅高于竣工面积.....	14
图表 15、百强企业在管面积均值&同比.....	14
图表 16、百强企业储备面积均值&同比.....	14
图表 17、百强企业项目数量均值&同比.....	15
图表 18、单个城市管理面积均值&同比.....	15
图表 19、在管面积分业态类型占比.....	15
图表 20、项目数量分城市能级占比.....	15
图表 21、百强企业物业费单价&同比.....	16
图表 22、百强企业分城市能级物业费单价.....	16
图表 23、百强企业分业态物业费单价.....	16
图表 24、百强企业平均营业收入&同比.....	17
图表 25、百强企业基础物业收入&同比.....	17
图表 26、百强企业多种经营收入&同比.....	17
图表 27、百强企业基础物业收入&多经收入占比情况.....	17
图表 28、百强企业净利润均值&同比.....	18
图表 29、百强企业毛利率&净利率.....	18
图表 30、百强企业基础物业净利润均值&同比.....	18
图表 31、百强企业多种经营净利润均值&同比.....	18
图表 32、成本构成情况.....	19

图表 33、美国城镇化率发展情况.....	20
图表 34、1920-2015 年日本城市化率.....	20
图表 35、1950-2017 年中国城市化率.....	21
图表 36、中国现阶段城市化率 58%，分别对应日本 1955 年、美国 1940 年城市化加速阶段.....	21
图表 37、美国新屋销量及同比.....	22
图表 38、美国新屋销量按区域分布.....	22
图表 39、美国新屋销售额及同比.....	22
图表 40、日本新屋成交、单价&去化率（首都圈）.....	23
图表 41、日本新屋成交、单价&去化率（近畿圈）.....	23
图表 42、美国私人住宅新开工套数及同比.....	23
图表 43、日本新屋开工户数&同比.....	24
图表 44、日本新屋开工面积&同比.....	24
图表 45、2018 年中国、日本、美国存量住宅面积估算对比.....	24
图表 46、FSV 营业收入&同比.....	25
图表 47、FSV 调整后 EBITDA&同比.....	25
图表 48、高力国际营业收入&同比.....	26
图表 49、高力国际调整后 EBITDA&同比.....	26
图表 50、世邦魏理仕营业收入&同比.....	26
图表 51、世邦魏理仕调整后 EBITDA&同比.....	26
图表 52、FSV 毛利率&经营利润率.....	27
图表 53、FSV 经营活动所得现金&占比营收.....	27
图表 54、高力国际毛利率&经营利润率.....	27
图表 55、高力国际经营活动所得现金&占比营收.....	27
图表 56、世邦魏理仕毛利率&经营利润率.....	28
图表 57、世邦魏理仕经营活动所得现金&占比营收.....	28
图表 58、FSV 市值.....	28
图表 59、高力国际市值.....	28
图表 60、世邦魏理仕市值.....	29
图表 61、仲量联行市值.....	29
图表 62、Service Master 市值.....	29
图表 63、第一太平戴维斯市值.....	29
图表 64、海外主流物业服务企业历史 PE 估值.....	30
图表 65、6 家海外物业公司市值及估值情况.....	30
图表 66、2015 年、2030 年我国城镇存量住宅和 2016-2030 年城镇住宅增量需求估算.....	31

图表 67、2016-2030 年内全国住宅销售面积走势大致预测（蓝色虚线为示意图） .....	32
图表 68、2015-2030 年全国物业管理面积预测汇总 .....	32
图表 69、新开工面积同比滞后于百城住宅类土地成交面积 9 个月 .....	34
图表 70、房屋竣工面积滞后于新开工面积同比 30 个月 .....	34
图表 71、2018-2020 年全国物业管理面积预测 .....	34
图表 72、房屋新开工面积分城市能级占比 .....	35
图表 73、房屋竣工面积分城市能级占比 .....	35
图表 74、40 大中城市分能级新开工同比 .....	36
图表 75、40 大中城市分能级竣工同比 .....	36
图表 76、百强企业项目数量分城市能级占比 .....	36
图表 77、单个城市管理面积均值&同比 .....	36
图表 78、61%的管理面积位于五大核心城市群 .....	37
图表 79、主流物业公司收入占比集中在东南区域 .....	37
图表 80、总量稳定下，销售、融资、拿地三重集中度跳增 .....	38
图表 81、十强企业在管面积均值&CR10 .....	39
图表 82、百强企业&十强企业市场份额持续提升 .....	39
图表 83、5 家房企销售市占率逐年提升 .....	39
图表 84、4 家物管企业市占率逐年提升 .....	39
图表 85、近年内十强物业企业排名 .....	39
图表 86、上市物业服务企业 IPO 及配股募资资金用途说明 .....	40
图表 87、百强企业在管面积分业态占比 .....	42
图表 88、百强企业物业服务费收入分业态占比 .....	42
图表 89、新开工面积住宅&非住宅占比 .....	43
图表 90、竣工面积住宅&非住宅占比 .....	43
图表 91、主流物业管理企业各细分业务毛利率情况 .....	43
图表 92、主流物业服务企业增值服务和 O2O 服务覆盖范围 .....	44
图表 93、百强企业人均产值&同比 .....	45
图表 94、百强企业人均管理面积&同比 .....	45
图表 95、智能化投入金额&同比 .....	45
图表 96、百强企业 APP 覆盖率 .....	45
图表 97、百强企业员工外包人数&同比 .....	46
图表 98、各业务外包项目占总项目比例 .....	46
图表 99、碧桂园销售面积&同比 .....	47
图表 100、碧桂园服务管理面积&同比 .....	47

图表 101、碧桂园合同管理面积&同比.....	47
图表 102、碧桂园物业占公司管理面积主导.....	47
图表 103、绿城服务在管面积&同比.....	48
图表 104、绿城服务签约面积&同比.....	48
图表 105、部分物业公司收并购情况.....	48
图表 106、雅生活服务收并购情况.....	49
图表 107、2017 年百强企业多种经营业务收入构成占比.....	50
图表 108、碧桂园服务基础&增值服务收入占比.....	51
图表 109、碧桂园服务基础&增值服务毛利率.....	51
图表 110、绿城服务基础&增值服务收入占比.....	51
图表 111、绿城服务基础&增值服务毛利率.....	51
图表 112、主流 AH 物业公司横向数据对比.....	52
图表 113、部分 AH 物业公司上市时间表.....	53
图表 114、AH 物业公司与海外物业公司 PE 估值对比.....	54
图表 115、AH 物业公司与海外物业公司 PEG 估值对比.....	54

## 一、行业概况：行业仍处于成长期，在管面积稳步增长，多种业态全面发展

### （一）历史概况：我国物业起步于 80 年代，94 年开始迈向法制化轨道，03 年开始监管趋于市场化

#### 1、发展历史：我国物业诞生于 80 年代、起步于深圳，94 年首次发布《管理办法》、迈向法制化轨道

物业管理最早起源于 19 世纪 60 年代的英国，当时正处于第一次工业革命，大量农村人口涌入城市，带动对城市住房需求的急剧增长，城市原有的房屋及设施难以满足人口增长的需要。一些开发商修建了一批简易住宅以低廉租金租给贫民和工人家庭居住，由于住宅设施极为简陋，环境条件差，不仅承租人拖欠租金严重，而且人为破坏房屋设施的情况时有发生，严重影响了业主的经济收益。当时有一位名叫奥克维娅希尔（Octavia Hill）的女士为在其名下出租的物业制定了一套行之有效的管理办法，要求承租人严格遵守，有效地改善了居住环境，并使业主的经济效益得以修复，首开物业管理的先河。自此，物业管理逐渐得到业主和政府有关部门的重视，并被推广至世界各国。

我国的物业管理行业诞生于 20 世纪 80 年代。1981 年 3 月 10 日，深圳市第一家涉外商品房管理的专业公司深圳市物业管理公司成立。1985 年底，深圳市房管局成立后，到 1988 年，由企业实施管理、房管局进行监督的住宅小区管理体制在深圳市已基本形成。1992 年 6 月，广州世界贸易中心大厦交付使用，并由香港第一太平和广州珠江物业酒店管理公司共同管理，开创了国内甲级写字楼管理的先河。1993 年 6 月 30 日，深圳市物业管理协会正式成立。1994 年 3 月 23 日，国家建设部发布了《城市新建住宅小区管理办法》，标志着我国物业管理开始迈向法制化的轨道。同年 7 月，深圳颁布了《深圳经济特区住宅物业管理条例》，为我国第一部地方性物业管理法规，并于同年 11 月 1 日开始执行。

图表 1、我国物管行业发展历史



资料来源：华创证券整理

#### 2、政策演变：03 年颁布《物业管理条例》，监管趋于市场化，目前行业政策总体偏友善

2003 年，《物业管理条例》国务院令 379 号公布，成为物业管理行业的纲领性文件，标志物业管理的法制法规建设的完善。同年，国家发改委、建设部发布《物业服务收费管理办法》，规范物业服务收费行为。2017 年，国务院取消一批行政许可事项的决定，取消物业服务企业一级资质核定审批，住房城乡建设部加强事中事后监管。

2019 年 1 月，江苏省明确空置房物业服务费不再减免；深圳市住建局与市发改委发布《深圳市住宅物业服务收费指导标准(征求意见稿)》，多层住宅物业服务收费指导标准最高为 2.20 元/平方米\*月，高层住宅物业服务收费指导

标准最高为 5.63 元/平方米\*月，比目前施行的住宅物业服务收费指导标准均有提高；目前来看，物业管理行业政策总体偏友善。

图表 2、政策法规情况

主要法规政策	颁发部门	实施时间	主要内容
《物业管理条例》国务院令 第 379 号公布	国务院	2003 年	为了规范物业管理活动，维护业主和物业服务企业的合法权益，改善人民群众的生活和工作环境，制定本条例。
《前期物业管理招标投标管理暂行办法》（业主大会规程）	建设部	2003 年	规范前期物业管理招标投标活动，保护招标投标当事人的合法权益，规范业主大会的活动，维护业主合法权益。
《物业服务收费管理办法》	国家发改委、建设部	2003 年	规范物业服务收费行为。
《物业服务企业资质管理办法》	建设部	2004 年	加强对物业管理活动的监督管理，提高物业服务水平。
《物业服务收费明码标价规定》	国家发改委、建设部	2004 年	物业服务管理企业引导将服务进行明码标价，标明服务项目、收费标准等相关情况。进一步规范物业服务收费行为，提高物业业务收费透明度。
《建设部关于修改〈物业管理企业资质管理办法〉的决定》	建设部	2007 年	建设部决定对《物业管理企业资质管理办法》（建设部令第 125 号）作如下修改：一、删去第十七条、第十八条、第二十二條；二、将“物业管理企业”修改为“物业服务企业”。
《国家发展改革委关于放开部分服务价格意见的通知》	国家发改委	2014 年	加强对有关服务市场价格行为的监管，坚决依法查处串通涨价、价格欺诈等不正当价格行为，保持价格水平基本稳定。
住建部关于修改《房地产开发企业资质管理规定》等部门规章的决定	住建部	2015 年	对《物业管理企业资质管理办法》进行了修订。
《国务院关于修改部分行政法规的决定》（国务院令 第 666 号）	国务院	2016 年	删去《物业管理条例》中关于物业管理职业资质的第三十三条、第六十一条。
《城乡社区服务体系规划建设（2016-2020 年）》	民政部	2016 年	增强城乡社区服务功能，提高城乡居民生活水平，促进城乡发展一体化，维护城乡基层和谐稳定
《国务院关于第三批取消中央指定地方实施行政许可事项的决定》（国发【2017】7 号）	国务院	2017 年	取消审批后，住房城乡建设部要研究指定物业服务标准规范，通过建立黑名单制度、信息公开、推动行业自律等方式，加强事中事后监管
《国务院关于取消一批行政许可事项的决定》（国发【2017】46 号）	国务院	2017 年	取消物业服务企业一级资质核定审批，住房城乡建设部加强事中事后监管。
《国务院关于修改和废止部分行政法规的决定》（国务院令 第 698 号）	国务院	2018 年	删去《物业管理条例》第二十四条中的“具有相应资质的”。第三十二条第二款修改为：“国务院建设行政主管部门应当会同有关部门建立守信联合激励和失信联合惩戒机制，加强行业诚信管理。”删去第五十九条。第六十条改为第五十九条，删去其中的“情节严重的，由颁发资质证书的部门吊销资质证书”。第六十一条改为第六十条，删去

主要法规政策	颁发部门	实施时间	主要内容
			其中的“物业服务企业挪用专项维修资金，情节严重的，并由颁发资质证书的部门吊销资质证书”。
《江苏省物业服务收费管理办法》	江苏省发改委、江苏省住建厅	2019年	取消了空置房收费减免的相关规定。业主应当从房屋买卖合同(符合竣工交付条件)、入住通知书约定的房屋交付日期开始,按月交纳物业公共服务费用。
《深圳市住宅物业服务收费指导价标准(征求意见稿)》	深圳市住建局、深圳市发改委	2019年	多层住宅物业服务收费指导价标准最高为2.20元/平方米*月,最低为0.90元/平方米*月;高层住宅物业服务收费指导价标准最高为5.63元/平方米*月,最低为2.71元/平方米*月。

资料来源：中国政府网、住建部、建设部、民政部，华创证券

## (二) 三大分类：包干制为主酬金制为辅，基础服务与增值服务并存，住宅和商办等业态多元化发展

物业管理是指业主通过选聘物业服务企业，按照物业服务合同的约定，对房屋、配套设施及相关场地进行的维护、养护和管理工作。一般情况下，国内物业管理企业的选用是由业主大会决定，业主委员会应当执行业主大会的决议。经专有部分占建筑物总面积50%以上且总人数50%以上的业主同意，业主委员会应代表业主大会与物业服务企业签订协议。国内物业管理行业基本的商业模式为基础服务与增值服务并行的模式，基础服务主要是以物业管理服务、工程服务形式提供。

### 1、收费模式：包干制收取固定费用，酬金制收取固定比率费用，目前包干制占市场主流

从收费模式来分，物业管理行业的收费模式主要是酬金制和包干制两种。目前较多使用包干制模式，例如碧桂园服务、新城悦、永升生活服务。当物业服务费按包干制收取时，所有收到的物业服务费将记录为收入，而提供物业管理服务产生的所有开支将记录为成本或开支。但是采用包干制可能会因为提前收取实现协定的金额作为服务费，如果服务费不足以支付所有开支时，物业管理公司并不能向业主收取差额，可能会在另一方面对企业的盈利能力和财务状况产生不利影响。

酬金制在预收的物业服务资金中按约定比例或者约定数额提取酬金支付给物业管理企业，其余全部用于物业服务合同约定的支出，结余或者不足均由业主享有或者承担，目前采取酬金制的公司相对较少，例如彩生活。酬金制优势在于费用更加透明，业主对物业管理企业的费用支出可以监控，更加体现了业主的自主管理。缺点在于需要对物业管理企业进行账目监督和审计，要求业主对物业管理有较高的认识水平和专业水平。且酬金制操作相对复杂，对于人口密集的住宅小区来说，召开业委会实行较难。

图表3、物业管理企业主流收费模式对比

收费模式	含义	物业费涵盖内容	物业费变动情况	使用对象
包干制	物业管理公司收取固定物业服务费用，盈余或者亏损均由物业管理企业享有或者承担	物业服务成本、法定税费、物业服务企业的利润	是固定的，不会因市场短期波动和运作情况而发生变化，企业利润是变动的	一般应用于前期物业服务，由开发商委托物业管理企业签订首期物业管理合同
酬金制	物业管理公司按物业服务协议约定的比例或数额从物业费中	物业服务支出和物业管理公司的酬金（预收物业服务费	相对固定（提取的管理酬金是相对固定的）	一般在业主大会、业委会成立后选择使用，由建设

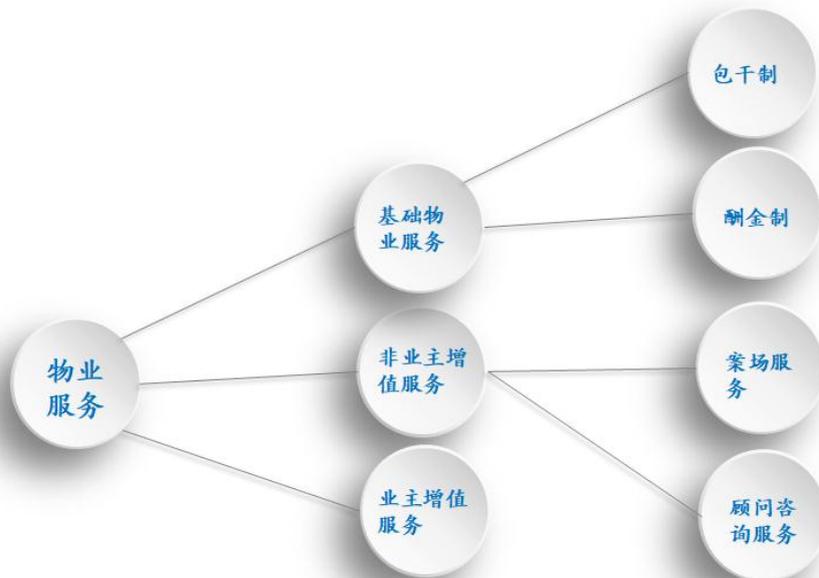
服务费用总额中收取百分比费用，结余或不足均由业主享有或者承担	资金的计提比例和计提基数均由合同约定)	单位、业主大会和业委会选聘物业管理公司并签订合同
--------------------------------	---------------------	--------------------------

资料来源：华创证券整理

## 2、服务类型：物业服务包含基础服务和增值服务，增值服务分为非业主增值服务、业主增值服务

从服务类型来分，物业管理服务包含基础物业服务 and 增值服务。其中，增值服务根据服务对象的不同，分为非业主增值服务和业主增值服务。基础物业服务包括包干制物业管理服务和酬金制物业管理服务，提供综合管理、秩序维护、工程维护、环境保洁、绿化养护等服务。非业主增值服务包括案场服务和顾问咨询服务，案场服务为售楼处现场提供标准化与专业化的客服、礼宾、保洁等服务；顾问咨询服务则为开发商、承建商、物业服务企业提供与物业服务相关的专业咨询服务。业主增值服务为住户提供的个性化专项服务，如家政服务、私人绿化服务、室内维修服务等等。此外，物业服务还包括工程服务，包含设备安装服务、维修和保养、设备租赁等服务。

图表 4、物业服务类型



资料来源：华创证券整理

## 3、物业业态：住宅占比 70%、商业、办公、园区别分别占比 9%、9%、4%，业态呈多元化发展

从物业业态来分，国内物业服务行业目前服务多类业态，包括住宅物业、商业物业、办公楼物业、公众物业、产业园区物业、学校物业、医院物业等多种业态，截至 2017 年末，各类型业态管理面积占比分别为 69.9%、8.7%、9.1%、1.8%、4.1%、1.7%、0.6%、4.3%，物业业态呈多元化发展趋势。例如新城悦主要拓展住宅类物业，中航善达专注商办类物业服务，碧桂园服务除了住宅业务还拓展城市服务业务等。

图表 5、物业服务业态分类及占比情况



资料来源：中国指数研究院，华创证券整理

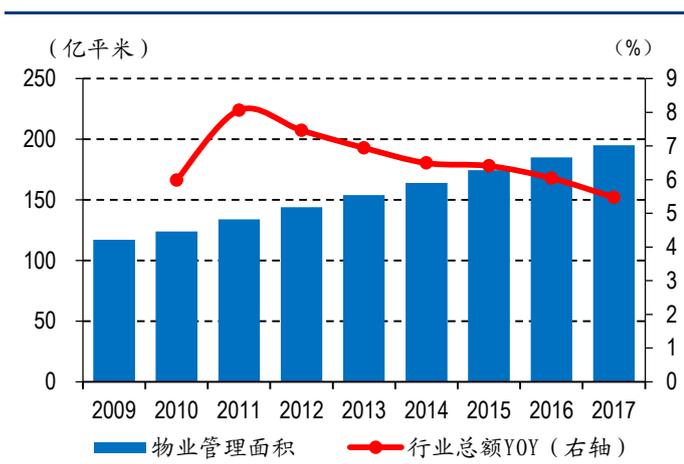
（三）经营层面：行业仍处于成长期，在管面积稳步增长，多种业态全面发展，物业费单价提升较慢

### 1、行业仍处于成长期，在管面积稳步增长，城镇化率仍处于快速增长阶段

据中国指数研究院数据，截至 2017 年末，全国物业管理行业管理面积达 195 亿平米，同比增长 5.5%，2009-2017 年 CAGR 为 6.6%，行业管理面积稳步提升，并仍处于规模成长期。截至 2018 年，我国城镇化率达 59.6%，低于 1990 年日本的 77%，并低于 1970 年美国的 81%。而美国和日本分别在 1940 年和 1955 年达到了 56.5% 和 56.1%，城镇化率 50%-70% 在国际上均为快速城市化阶段，城镇化率快速提升将推动行业管理面积稳步提升。

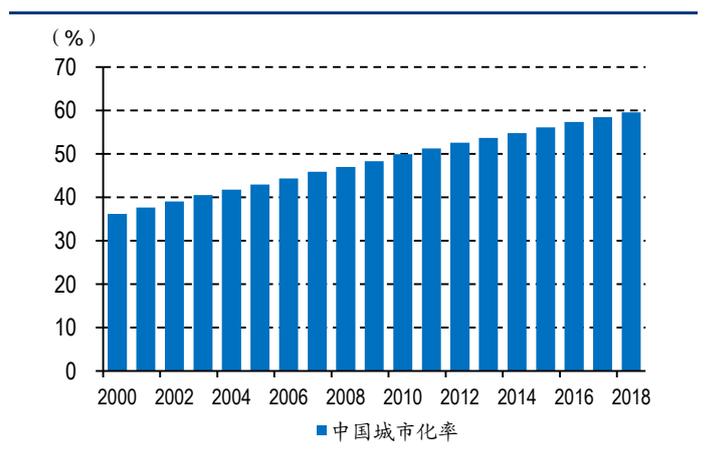
另外，自 2000 年起，我们用房屋累计新开工面积减去累计竣工面积，得到的累计未竣工面积快速提升，预示着行后续竣工面积以及管理面积将快速提升。（注：虽然统计局竣工面积的数据质量存疑，导致了累计未竣工面积的数据质量也不高，但近 2-3 年销售面积高增经过 2-3 年时间传到竣工面积同比加速也相对合理）

图表 6、物业管理行业规模稳步提升



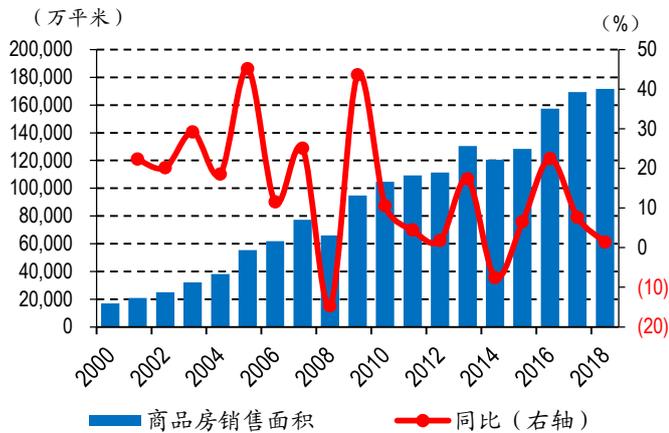
资料来源：中国指数研究院，华创证券

图表 7、我国城镇化率仍处于高速增长期



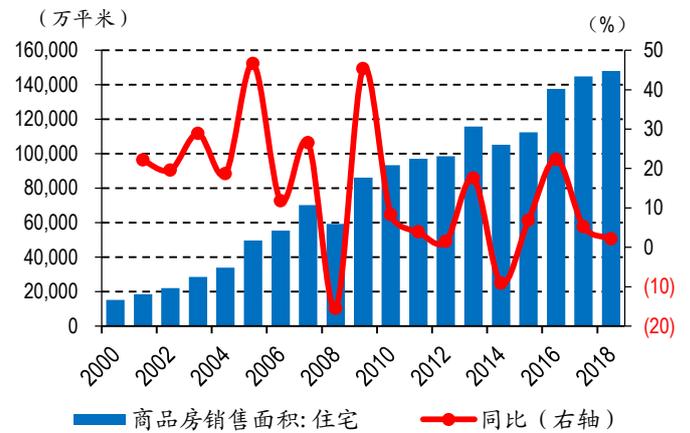
资料来源：Wind，华创证券

图表 8、商品房销售面积&同比



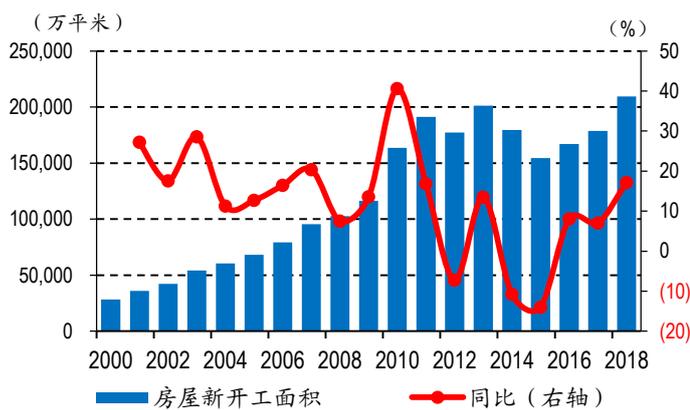
资料来源: Wind、华创证券

图表 9、商品房住宅销售面积&同比



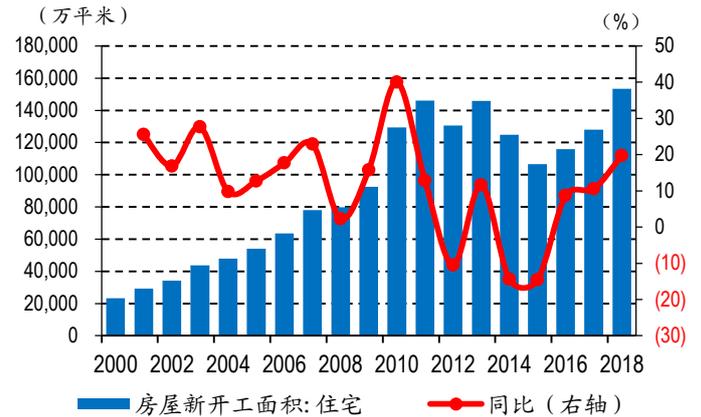
资料来源: Wind、华创证券

图表 10、房屋新开工面积&同比



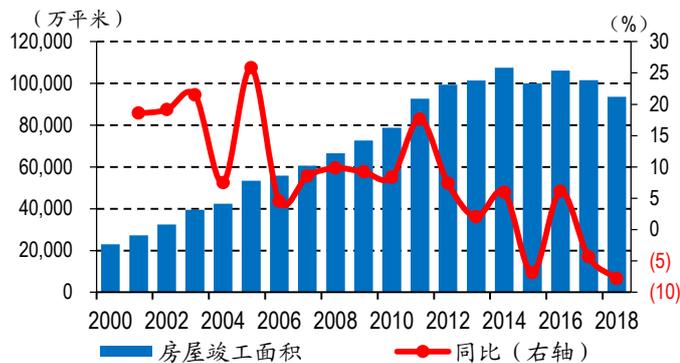
资料来源: Wind、华创证券

图表 11、房屋住宅新开工面积&同比



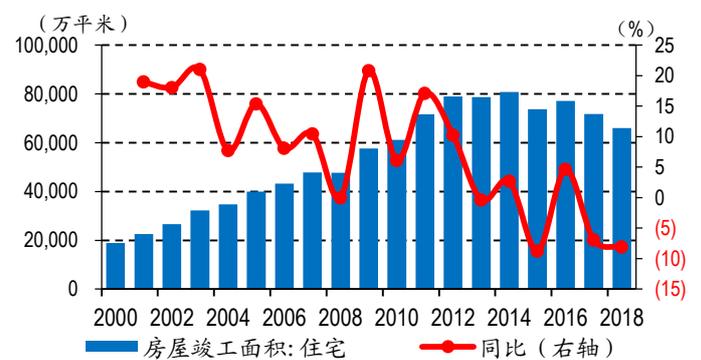
资料来源: Wind、华创证券

图表 12、房屋竣工面积&同比



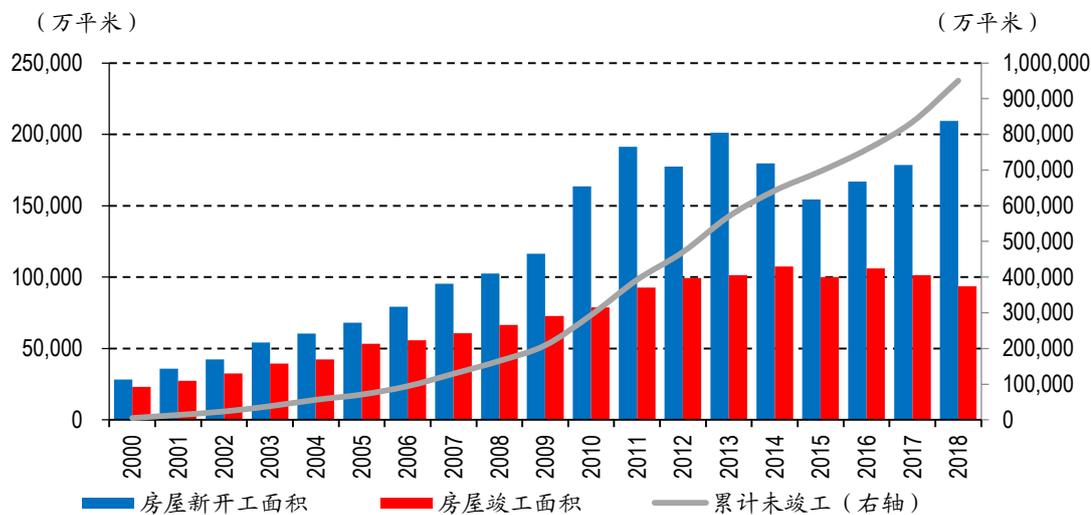
资料来源: Wind、华创证券

图表 13、房屋住宅竣工面积&同比



资料来源: Wind、华创证券

图表 14、2010 年后房屋新开工面积大幅高于竣工面积



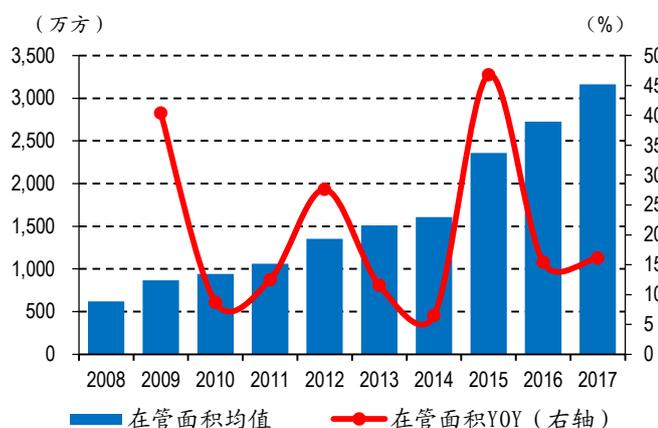
资料来源: Wind、华创证券

注: 累计未竣工为 2000 年开始, 累计新开工面积-累计竣工面积

## 2、百强企业管理规模持续提升, 行业集中度快速提升, 规模扩张同时伴随城市深耕

据中国指数研究院数据,截至 2017 年末,全国物业管理百强企业管理面积均值达 3,163.8 万平方米,同比增长 16.1%, 2008-2017 年 CAGR 为 19.9%, 高于行业 2009-2017 年的 CAGR 为 6.6%, 表明集中度逐步提升。截至 2017 年末, 全国物业管理百强企业储备面积均值达 420.0 万平方米,同比增长 84.6%;百强企业项目数量均值 178 个,同比增长 7.2%; 单个城市管理面积均值达 113.0 万平方米,同比增长 16.1%, 规模扩张的同时伴随着城市深耕。

图表 15、百强企业在管面积均值&同比



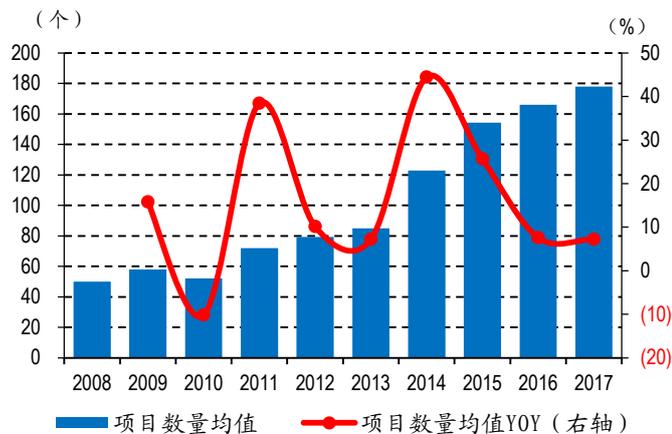
资料来源: 中国指数研究院、华创证券

图表 16、百强企业储备面积均值&同比



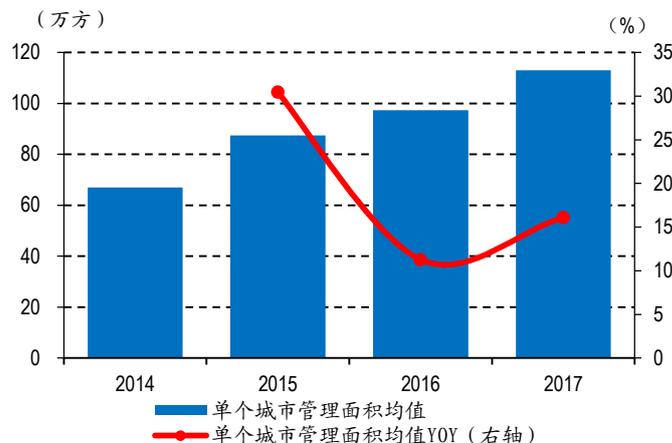
资料来源: 中国指数研究院、华创证券

图表 17、百强企业项目数量均值&同比



资料来源：中国指数研究院、华创证券

图表 18、单个城市管理面积均值&同比



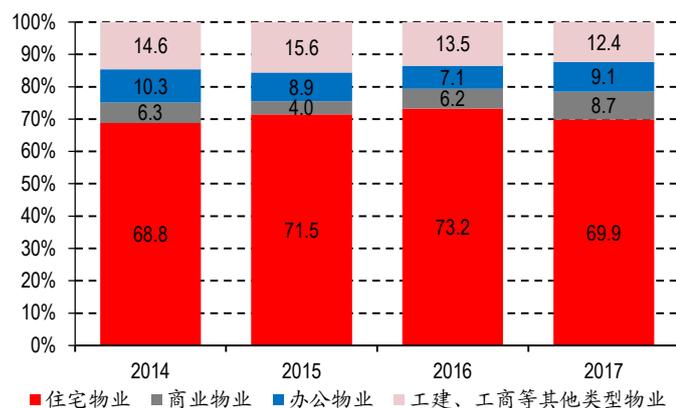
资料来源：中国指数研究院、华创证券

### 3、多种业态全面发展、其中住宅占比七成，管理城市能级由一二线逐步向三四线下沉

分业态来看，2017年，百强企业在管面积中，住宅物业占比69.9%，较2016年下降3.3pct，商业物业、办公物业、工建、工商等其它类型物业分别占比8.7%、9.1%、12.4%，较2016年分别+2.5pct、+2.0pct、-1.1pct。在住宅物业总量快速提升阶段，商办和工建物业仍保持占比稳定甚至提升，多种业态全面发展。

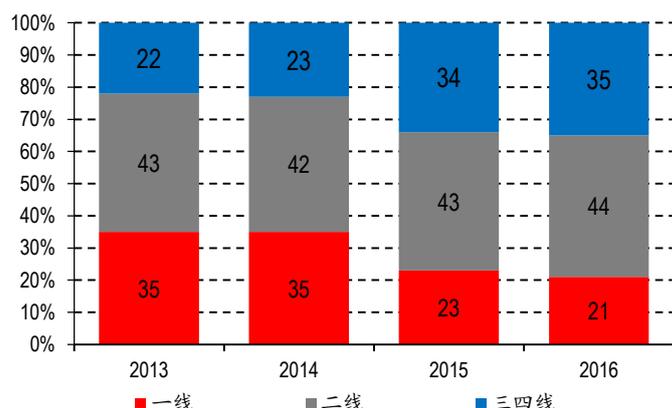
分城市能级来看，2016年，一线城市、二线城市、三四线城市的项目数量分别占比21%、44%、35%，较2015年分别-2pct、+1pct、+1pct，管理城市能级逐步由一二线向三四线下沉。

图表 19、在管面积分业态类型占比



资料来源：中国指数研究院、华创证券

图表 20、项目数量分城市能级占比



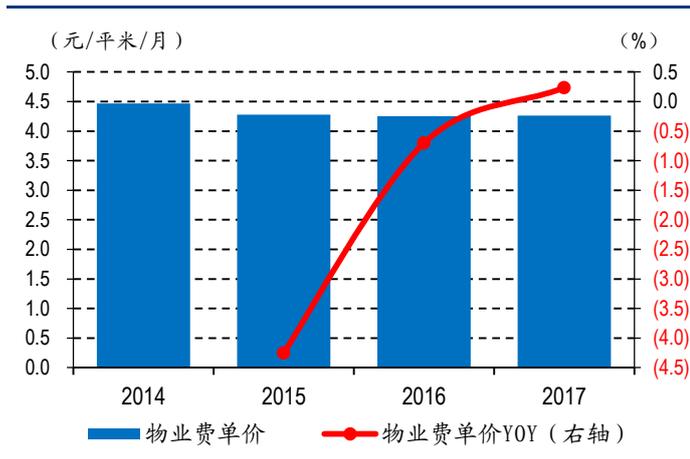
资料来源：中国指数研究院、华创证券

### 4、物业费单价提升较慢、一线显著高于二三四线、商办物业显著高于住宅物业

2017年，百强企业全国平均物业费单价为4.26元/平米/月，同比增长0.2%；分城市能级来看，一线、二线、三

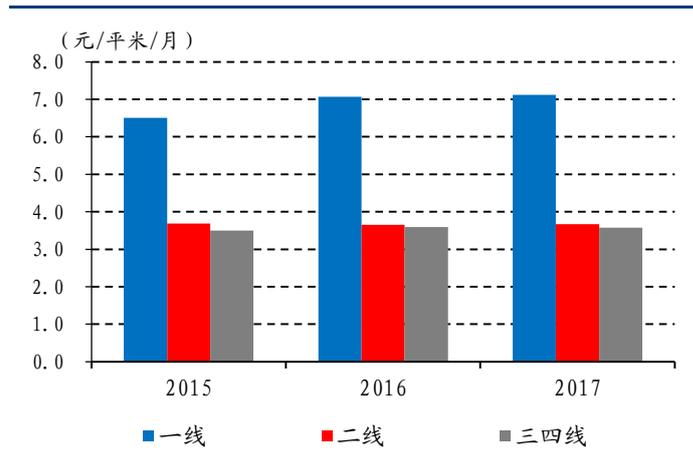
四线城市物业费单价分别为 7.12 元/平米/月、3.67 元/平米/月、3.58 元/平米/月；分业态来看，办公物业服务费最高，达 7.88 元/平米/月，商业物业服务费为 7.02 元/平米/月，住宅物业服务费最低，为 2.30 元/平米/月，公众物业、产业园区物业、学校物业、医院物业和其他类型物业服务费分别为 3.78 元/平米/月、3.64 元/平米/月、3.41 元/平米/月、6.88 元/平米/月和 5.98 元/平米/月。

图表 21、百强企业物业费单价&同比



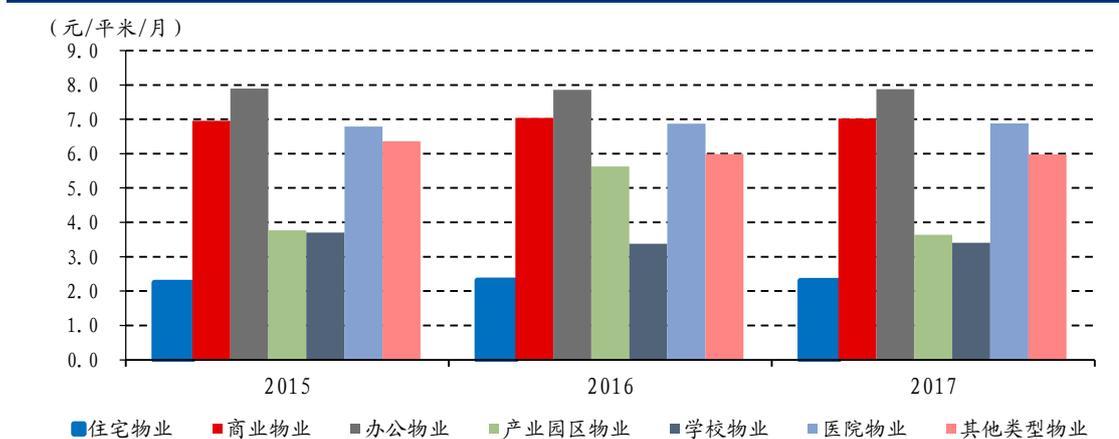
资料来源：中国指数研究院、华创证券

图表 22、百强企业分城市能级物业费单价



资料来源：中国指数研究院、华创证券

图表 23、百强企业分业态物业费单价



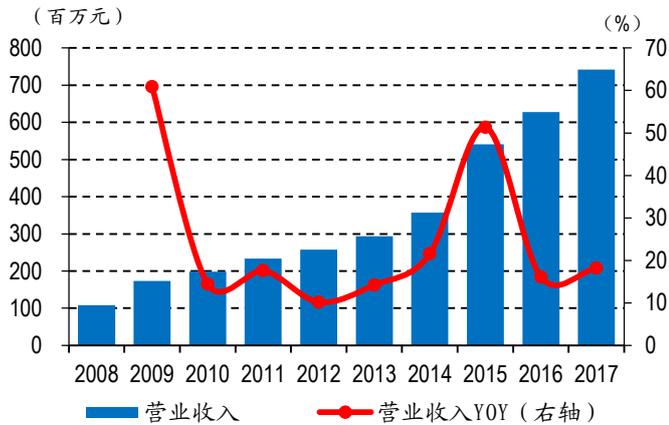
资料来源：中国指数研究院、华创证券

**(四) 财务层面：17 年百强企业平均营收 7.4 亿元，毛利率 22.3%、净利率 7.7%，人工成本仍占主导**

**1、17 年百强企业平均营业收入 7.4 亿元，同比+18.2%、基础物业和多种经营分别占比 82%、18%**

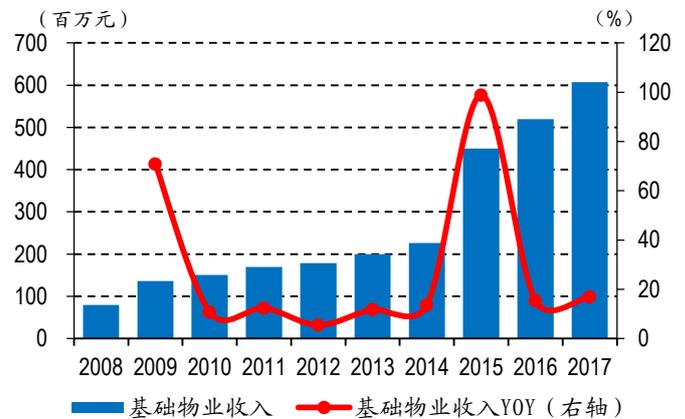
2017 年，百强企业平均营业收入 7.4 亿元，同比增长 18.2%；其中，基础物业收入 6.1 亿元，同比增长 16.9%，多种经营收入 1.4 亿元，同比增长 24.5%。基础物业收入和多经收入分别占比 82%、18%，较 16 年分别-1pct、+1pct。

图表 24、百强企业平均营业收入&同比



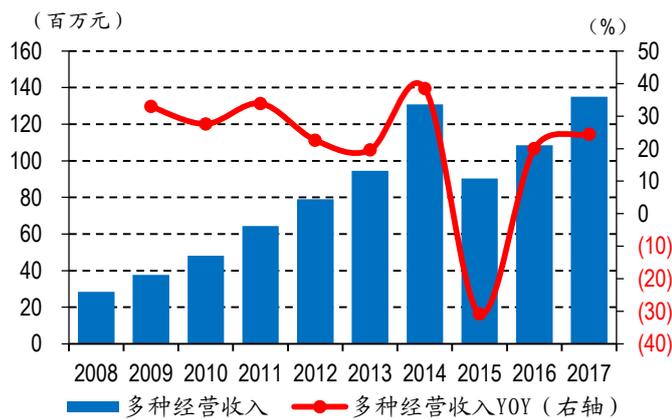
资料来源：中国指数研究院，华创证券

图表 25、百强企业基础物业收入&同比



资料来源：中国指数研究院，华创证券

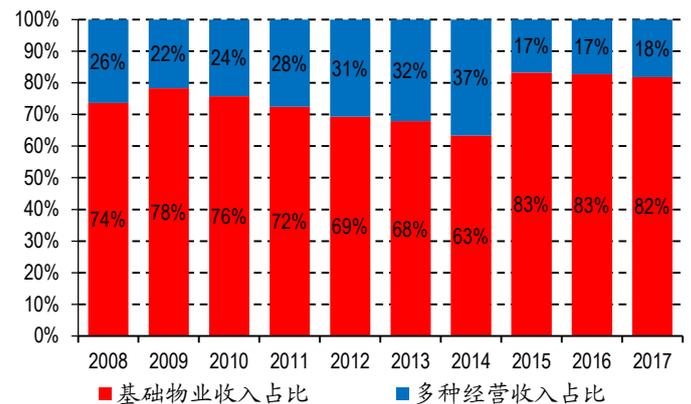
图表 26、百强企业多种经营收入&同比



资料来源：中国指数研究院，华创证券

注：多种经营收入指案场服务、房屋经纪社区金融等增值服务。

图表 27、百强企业基础物业收入&多经收入占比情况

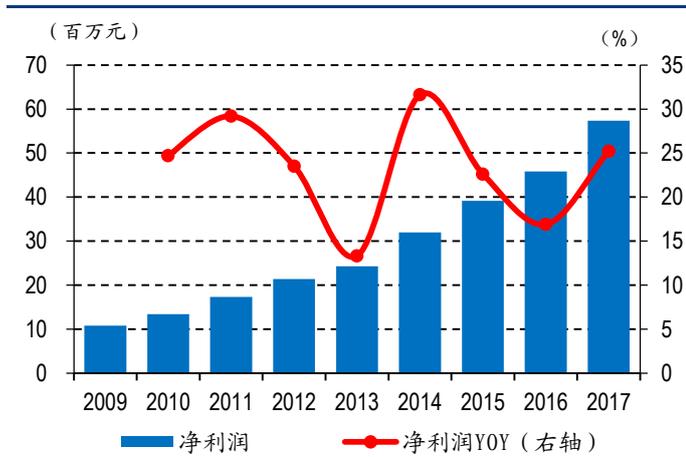


资料来源：中国指数研究院，华创证券

## 2、17 年百强企业毛利率 22.3%、净利率 7.7%，分别+1.2pct、+0.4pct，盈利能力持续提升

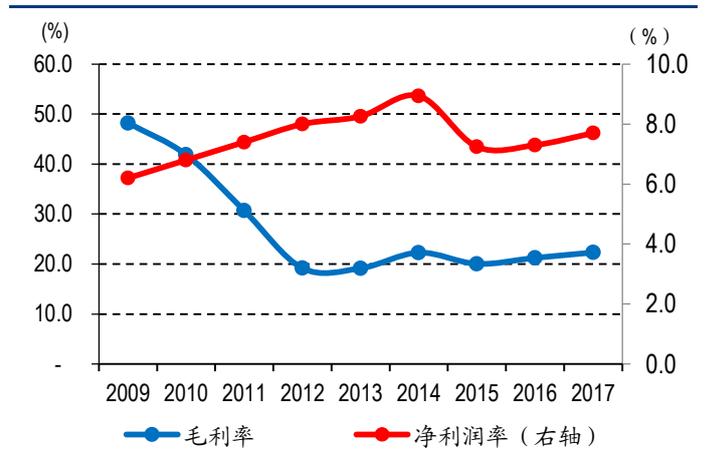
截至 2017 年末，百强企业净利润均值达 5,730 万元，同比+25.2%；2017 年，百强企业毛利率和净利率分别为 22.3%、7.7%，分别较 2016 年+1.2pct、+0.4pct，盈利能力持续提升。其中，基础物业净利润 3,340 万元，同比增长 20.2%，多种经营收入 2,390 万元，同比增长 33.0%。

图表 28、百强企业净利润均值&同比



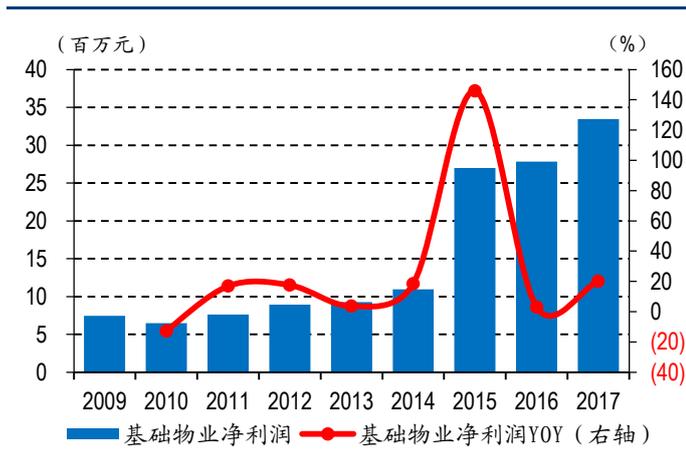
资料来源：中国指数研究院，华创证券

图表 29、百强企业毛利率&净利率



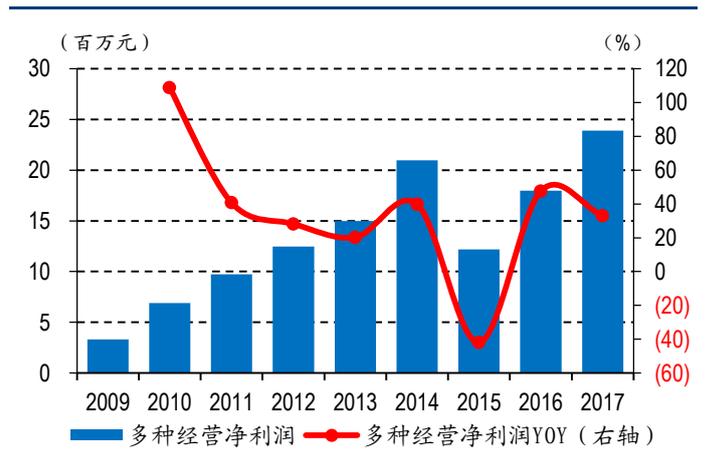
资料来源：中国指数研究院，华创证券

图表 30、百强企业基础物业净利润均值&同比



资料来源：中国指数研究院，华创证券

图表 31、百强企业多种经营净利润均值&同比

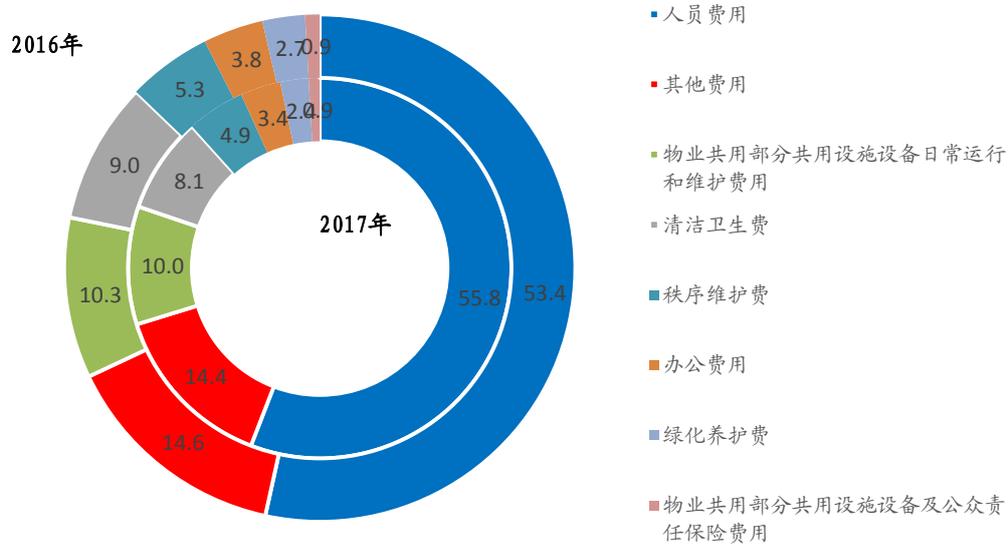


资料来源：中国指数研究院，华创证券

### 3、17年成本构成中，人员费用占比 55.8%，较 16 年+2.5pct，仍占成本主导

2017 年，百强企业经营成本均值为 5.7 亿元，同比增长 14.3%。成本构成来看，2017 年，人员费用占比总成本 55.8%，较 2016 年+2.5pct，人员费用仍是成本最大部分，主要源于企业的规模扩张与转型升级，对人员的数量和质量都提出了更高的要求，以及员工工资的刚性上涨；其它费用、物业共用部分共用设施设备日常运行和维护费用、清洁卫生费、秩序维护费、办公费用、绿化养护费占比分别为 14.4%、10.0%、8.1%、4.9%、3.4%和 2.4%；物业共用部分共用设施设备及公众责任保险费用占比为 0.9%。

图表 32、成本构成情况



资料来源：中国指数研究院，华创证券

## 二、海外借鉴：城镇化率处不同阶段，体量远高于海外，物业稳定业绩穿越周期，获资本市场高估值

### （一）总量差异：城镇化率处不同阶段，新房销量和新开工远高于美日，市场空间更大、增速也更高

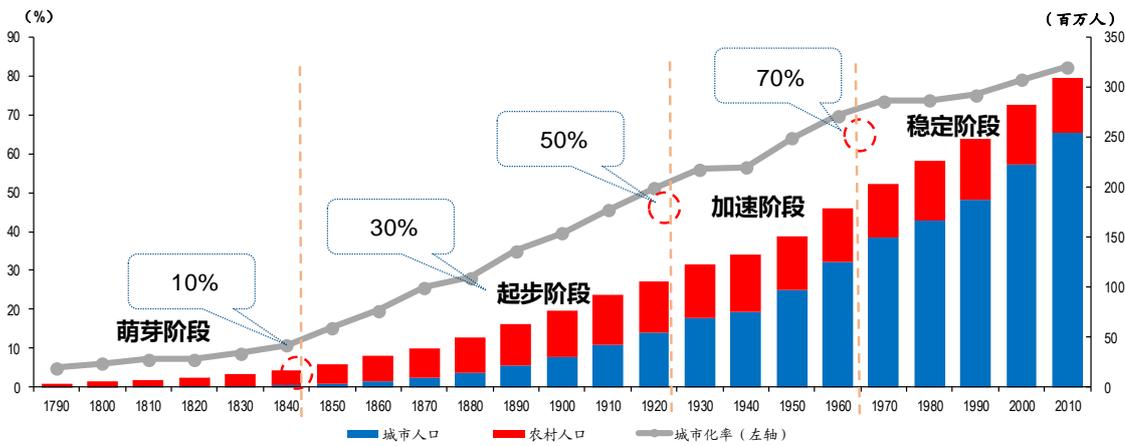
#### 1、城镇化率：城镇化率处于不同发展阶段、中国城镇化率仍处于高速发展期，且人口总量远高于海外

长远来看，中国的城镇化空间仍然巨大。2018 年中国城镇化率约 59.6%，而美国和日本分别在 1940 年和 1955 年达到了 56.5%和 56.1%，且距离美国目前城镇化率 82%、日本的 91%仍有较大差距。

美国方面，城镇化发展过程中形成了一系列都市圈/城市群，如以纽约为中心的东北部大西洋沿岸城市群、五大湖沿岸的芝加哥—匹兹堡城市群等。经济输出和人口聚集相辅相成，加上产业外迁、交通建设日益成熟和一系列联邦住宅政策鼓励之下，城市群拉动卫星城快速发展，主要体现在城镇化加速阶段（50%-70%）。大都市圈的资源聚集是促进城市群日益成熟，并形成多中心城市空间的均衡结构，目前美国七大都市圈贡献全国一半的 GDP。

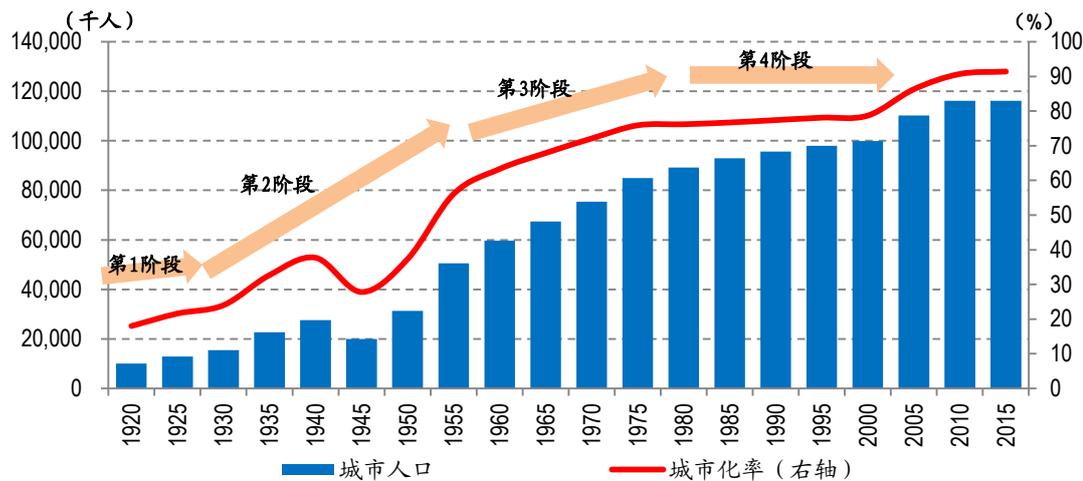
日本方面，三大都市圈即首都圈、近畿圈和中部圈，人口占比全国占六成、面积占三成、产出占七成。和中国类似，日本的城镇化主要由国家主导，以东京为中心的首都圈规划每十年修订一次，指导和约束日本人口和经济过度向沿海和中心城市集中，同时辅以财政、金融政策支持城市发展；高度发达的二三产业为都市圈提供了发展支撑；TOD（Transit-Oriented Development，即以公共交通为导向的城市开发）导向的城市发展加强了核心城与卫星城之间的经济纽带和人口迁移；首都圈也从起初的“强核+外溢”、逐渐形成“多核+多圈层”的均衡都市圈结构。

图表 33、美国城镇化率发展情况



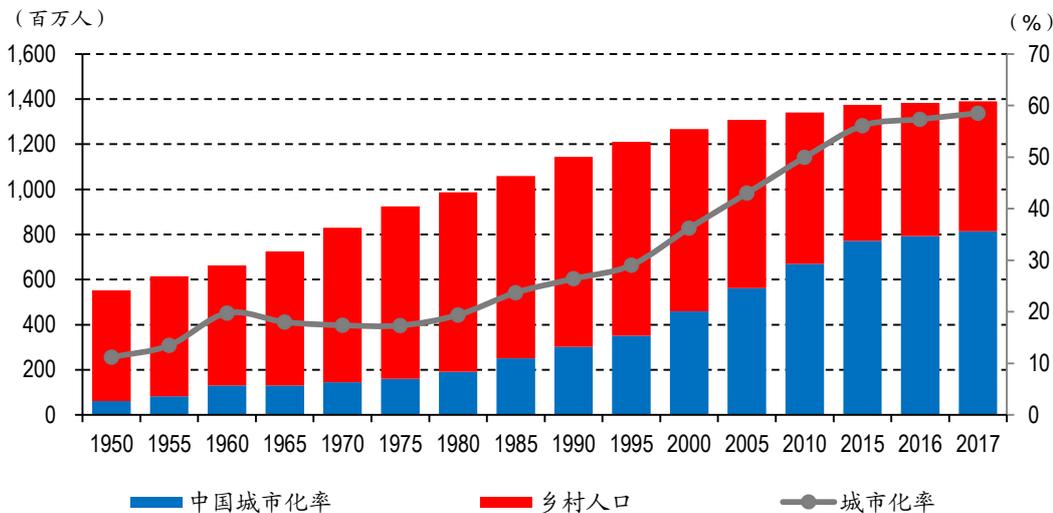
资料来源: US Census Bureau, 华创证券

图表 34、1920-2015 年日本城市化率



资料来源: 日本统计局, 华创证券

图表 35、1950-2017 年中国城市化率



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 36、中国现阶段城市化率 58%，分别对应日本 1955 年、美国 1940 年城市化加速阶段

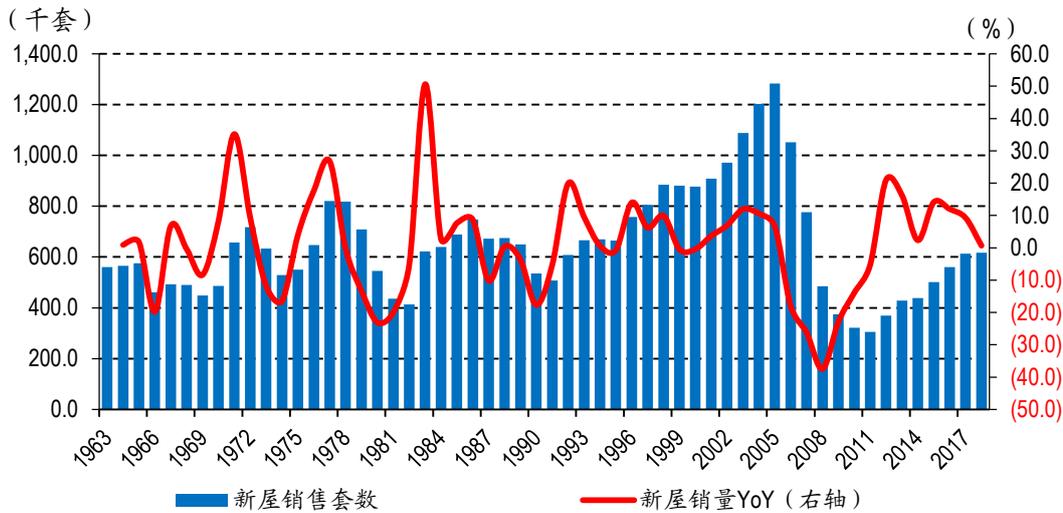
城市化率	阶段	中国	日本	美国
10%	萌芽阶段	1949 年	1920 年	1850 年
30%	起步阶段	1996 年	1935 年	1890 年
55%-58%	加速阶段	2017 年：现阶段	1955 年：城市化率高速发展、造就土地神话	1930-40 年：城市化加速发展阶段
75%-78%	稳定阶段		1975 年：稳定阶段、城市化率放缓	1980 年：城市化率放缓

资料来源：Wind、日本统计局，华创证券

## 2、新屋成交：中国每年商品房销量远高于美国和日本，隐含未来交付面积体量可观

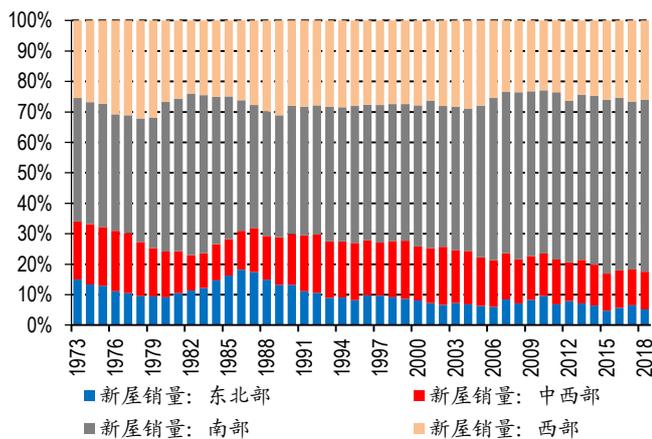
由于所处城镇化率阶段、人口总量上的不同，中国和美国以及日本每年的新房成交量存在量级上的差异。2018 年，中国商品房销量 17.2 亿平米，粗略按照套均 100 平米估算，2018 年中国新房成交约 1,720 万套，而美国 2018 年新屋成交仅 61.7 万套，仅相当于同年中国商品房销售套数的 3.6%。2018 年，美国新屋销售额 2,014 亿美元，日本首都圈与近畿圈合计新屋成交额 19,553 亿日元，分别对应 13,813 亿元、1,222 亿元人名币，分别为同年中国商品房销售额 13.37 万亿的 10.3%、0.9%。

图表 37、美国新屋销量及同比



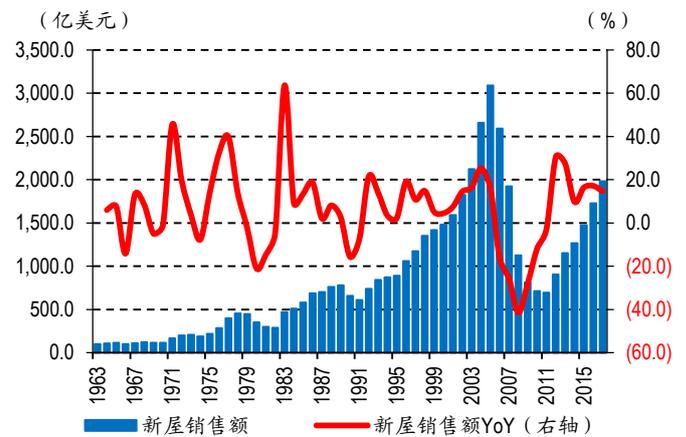
资料来源: US Census Bureau, 华创证券

图表 38、美国新屋销量按区域分布



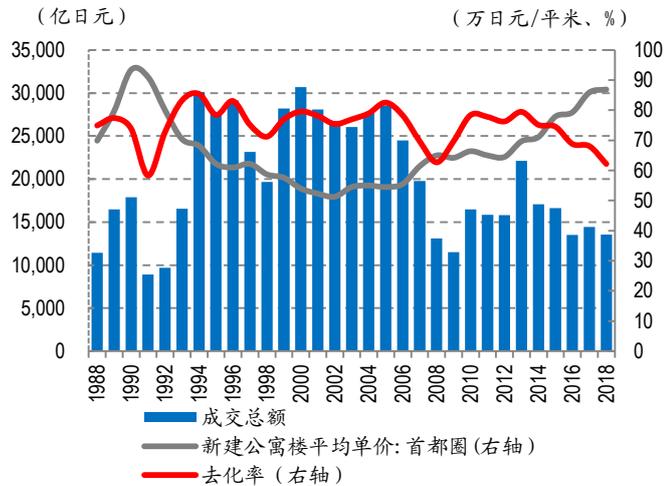
资料来源: US Census Bureau, 华创证券

图表 39、美国新屋销售额及同比



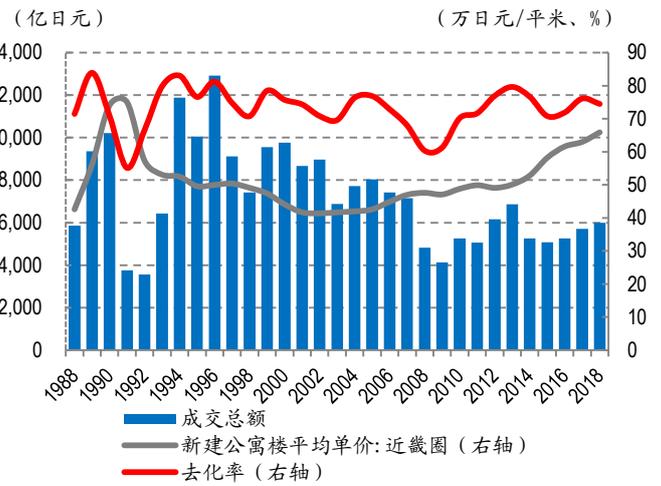
资料来源: US Census Bureau, 华创证券

图表 40、日本新屋成交、单价&去化率（首都圈）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 41、日本新屋成交、单价&去化率（近畿圈）

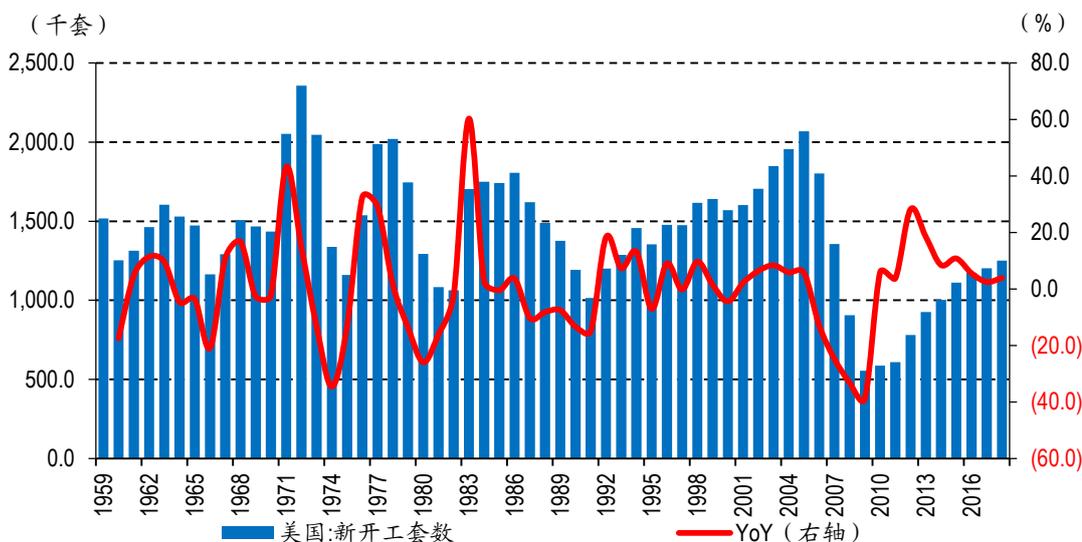


资料来源: Wind, 华创证券

### 3、新开工体量：中国每年新开工面积远高于美国和日本

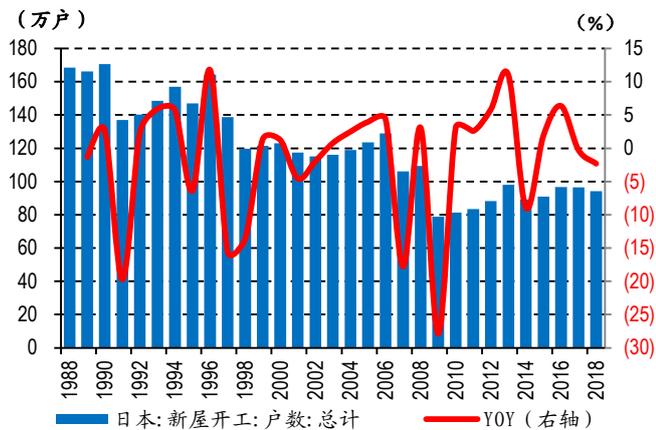
同新房成交量一样，中国每年的房屋开工量也远高于美国以及日本。2018年，中国房屋新开工面积 20.9 亿平米，同比+17.2%，粗略按照套均 100 平米估算，2018 年中国新开工约 2,090 万套，2018 年，美国私人住宅新开工 125.0 万套，日本新屋开工户数 94.2 万户，分别为中国的 6.0%、4.5%。

图表 42、美国私人住宅新开工套数及同比



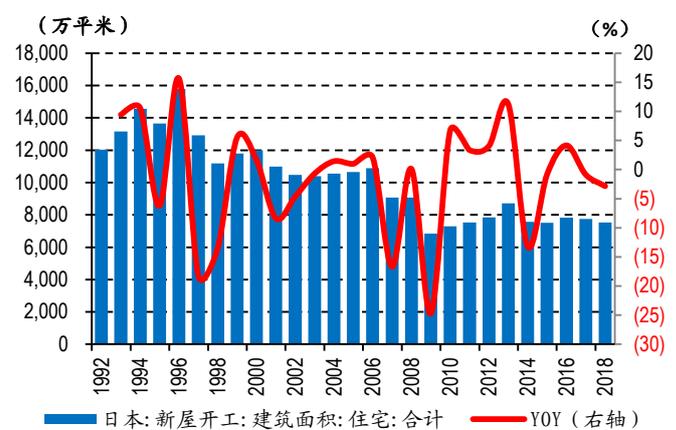
资料来源: US Census Bureau, Wind, 华创证券

图表 43、日本新屋开工户数&同比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 44、日本新屋开工面积&同比



资料来源: 日本统计局, 华创证券

#### 4、存量市场规模: 我国存量住宅面积规模远高于美日两国、后续增速也料将更高

从存量对比来看, 估算 2018 年我国存量住宅面积 253 亿平米 (参见后文第三章测算), 对应美国、日本存量住宅居住面积分别约为 148 亿平米、45 亿平米, 目前我国存量市场分别是美日的 1.7 倍和 5.6 倍。考虑到美日已处于城镇化率相对稳定阶段, 而我国目前城镇化率和人均居住面积仍具有较大提升空间, 国内物管行业不仅存量空间高于美日, 并在行业增速上 (新房成交、新开工体量) 远高于美日, 因此我国物管行业较国际对比空间更为广阔, 预计 2030 年我国存量住宅面积将达 355 亿平米 (参见后文第三章测算), 届时我国存量市场分别是美日的 2.4 倍和 7.9 倍。

图表 45、2018 年中国、日本、美国存量住宅面积估算对比

指标	中国	日本	美国
城市化率 (%)	59.6	91.7	80.7
总人口 (万人)	139,538	12,644	32,744
城镇人口 (万人)	83,137	11,588	26,434
人均居住面积 (平米)	30*	39	56
存量住宅面积 (亿平米)	253	45	148

资料来源: Wind、日本统计局、US Census Bureau, 华创证券

注: 此处中国人均居住面积并非官方公布的户籍人口口径的人均居住面积, 而为我们估算的常住人口口径数据的人均居住面积。

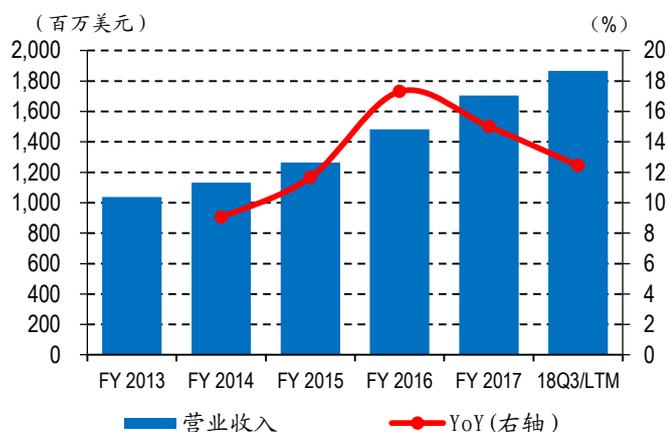
#### (二) 海外物管公司: 营收稳定且持续增长, 稳定业绩穿越周期, 享受资本市场高估值

##### 1、海外物管公司营收超过 20 年保持持续增长, 稳定业绩穿越周期

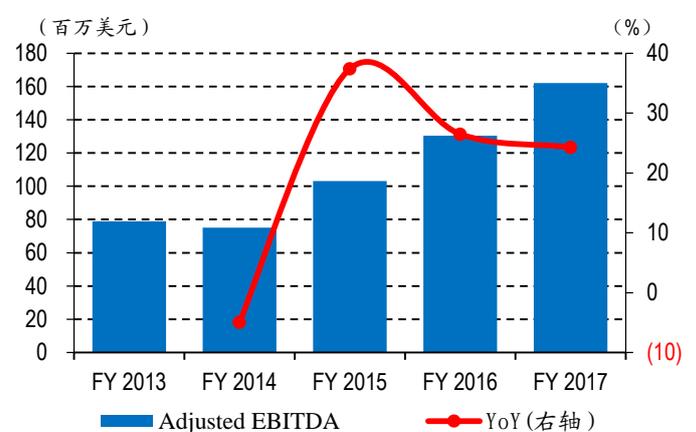
##### 1) First Service: 北美最大物业服务企业, 95-17 年营收 CAGR 19%, 超 20 年保持持续稳定增长

First Service Corporation (NASDAQ:FSV) 创立于 1989 年，总部位于加拿大 Toronto，为北美最大的物业管理服务企业。公司于 1993 年在加拿大上市，并在 1995 年于纳迪达克挂牌上市。2015 年，First Service 计划分拆为两家独立上市公司，分别为高力国际和 First Service Corporation。分拆后，First Service Corporation 将由当前的 First Service 住宅分部和 First Service 品牌分部构成。

截至 2017 年，公司员工总数达 19,000 人，营业收入达 17.1 亿美元，同比增长 15.0%。其中，营业收入的 94% 来自于美国，6% 来自于加拿大。1995 年至 2017 年，公司营业收入 CAGR 达 19%，超过 20 年保持持续稳定的增长。2017 年，FSV 调整后 EBITDA 为 1.62 亿美元，同比增长 24.3%，经营利润率达 9.3%，较 2016 年+0.7pct，经营能力稳健。

**图表 46、FSV 营业收入&同比**


资料来源: Bloomberg, 华创证券

**图表 47、FSV 调整后 EBITDA&同比**


资料来源: Bloomberg, 华创证券

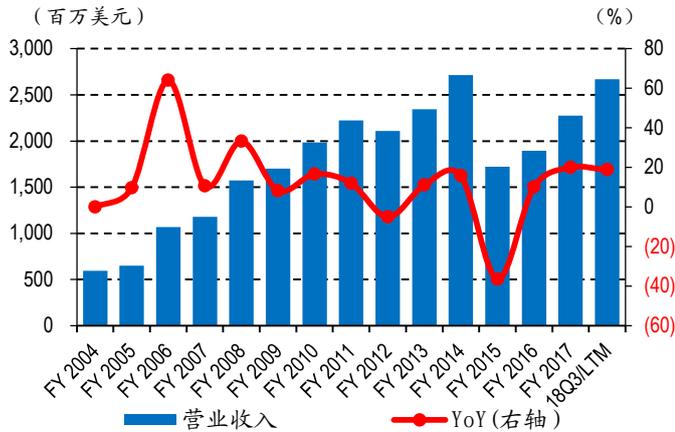
## 2) 高力国际: First Service 旗下商业地产服务, 93-17 年营收 CAGR 21%, 超过 20 年保持稳定增长

高力国际是 First Service 旗下的全球领先商业房地产服务公司，总部位于美国华盛顿州西雅图市，在全球 69 个国家设有 413 个办事处，专业人才 13,000 人。高力国际集团公司于 2015 年 6 月 2 日正式在纳斯达克证券交易所 (CIGI) 和多伦多证券交易所 (CIG) 上市交易。公司服务范畴涵盖持有及投资、租赁管理、房地产管理、房地产开发，包括全球企业咨询顾问服务、经纪、物业和资产管理、酒店投资的销售和咨询、估值、咨询和评估服务、银行按揭业务及研究。

2017 年，公司营业收入达 26.7 亿美元，同比增长 18.8%。1993 年至 2017 年，公司营业收入 CAGR 达 20.6%，超过 20 年保持持续稳定的增长。2017 年，公司调整后 EBITDA 为 2.7 亿美元，同比增长 19.1%，经营利润率达 10.2%，较 16 年-0.1pct，经营状况良好。

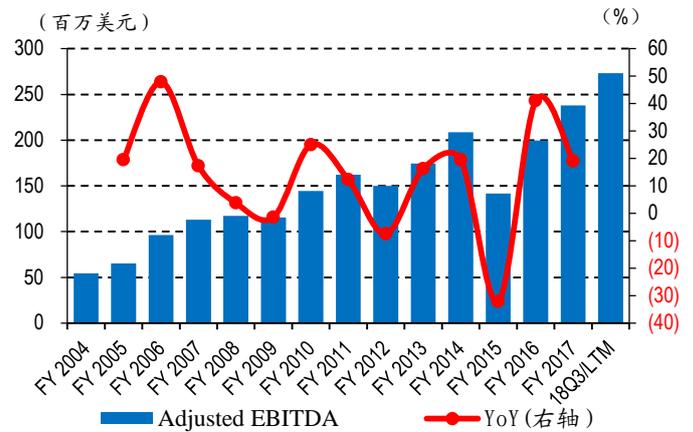
注：2015 年 2 月 FirstService 分拆成 FirstService Corporation (做住宅部分) 和高力国际 (做商业物业和商业地产)。

图表 48、高力国际营业收入&同比



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 49、高力国际调整后 EBITDA&同比



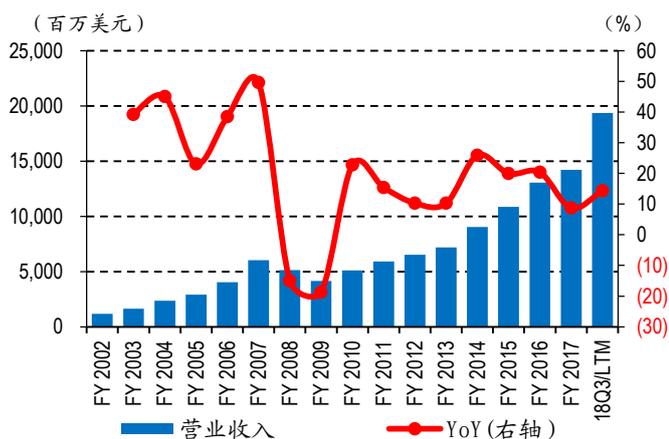
资料来源: Bloomberg, 华创证券

### 3) 世邦魏理仕: 擅长商业咨询业务, 02-17 年营收 CAGR 18%, 保持 15 年持续稳定增长

世邦魏理仕 (纽约证券交易所代号: CBRE) 总部位于美国加利福尼亚州洛杉矶, 是财富 500 强和标准普尔 500 强企业。公司拥有员工超过 80,000 名 (不含联营公司), 通过全球 450 多家办事处为地产业主、投资者及承租者提供服务。

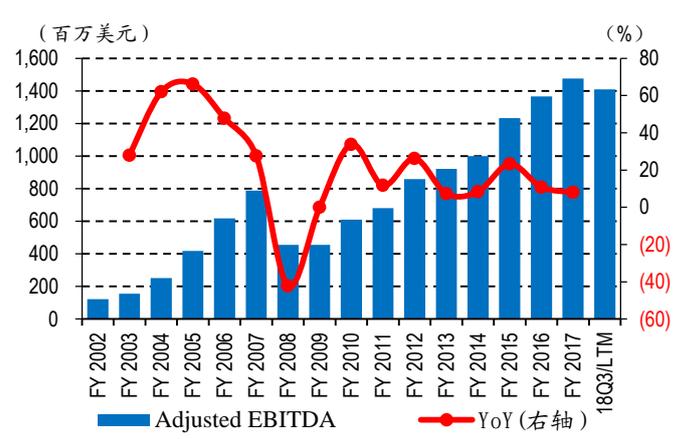
2017 年, 公司营业收入达 142.1 亿美元, 同比增长 8.7%。2002 年至 2017 年, 公司营业收入 CAGR 达 18.1%, 15 年保持持续稳定的增长。2017 年, 公司调整后 EBITDA 为 14.8 亿美元, 同比增长 8.0%, 经营利润率达 10.4%, 较 2016 年持平, 经营状况良好。

图表 50、世邦魏理仕营业收入&同比



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 51、世邦魏理仕调整后 EBITDA&同比

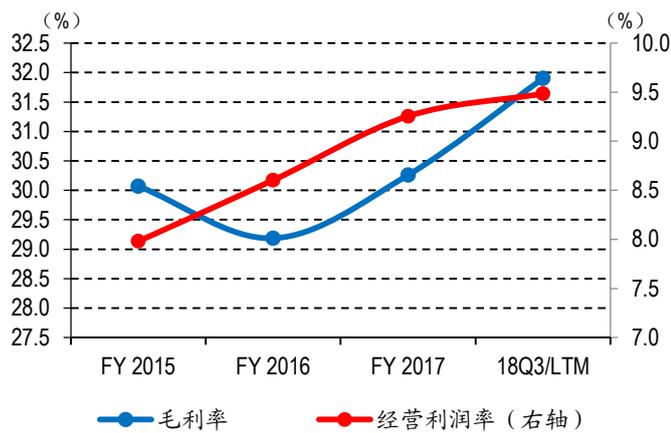


资料来源: Bloomberg, 华创证券

## 2、毛利率早期较高，随规模扩张或有所下行，稳定过后有所回升、经营活动现金流稳定

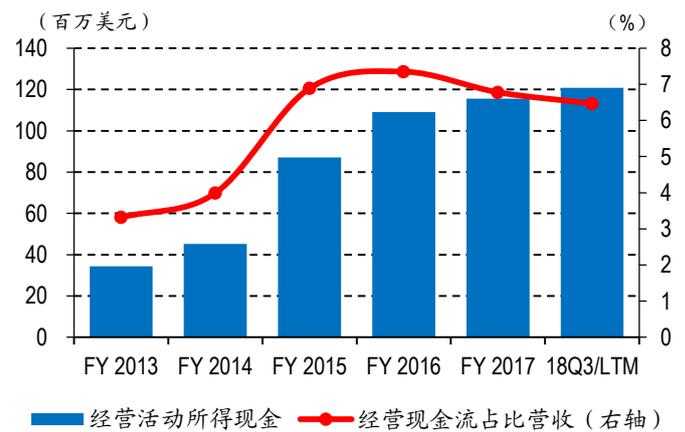
2017年，First Service Corp.、高力国际、世邦魏理仕的毛利率分别为30.3%、37.3%、30.4%，分别较16年+1.1pct、-0.5pct、-0.2pct。毛利率在早期通常较高，而随着规模扩张，人员配置提升，毛利率或有所下行，但随着规模扩张阶段结束，进入增值服务变现阶段，毛利率仍有回升的空间。值得注意的是，美国和欧洲均为物业管理服务行业发展成熟阶段，主流物业公司的毛利率仍均稳定在30%以上，行业毛利率持续维持在较高水平。

图表 52、FSV 毛利率&经营利润率



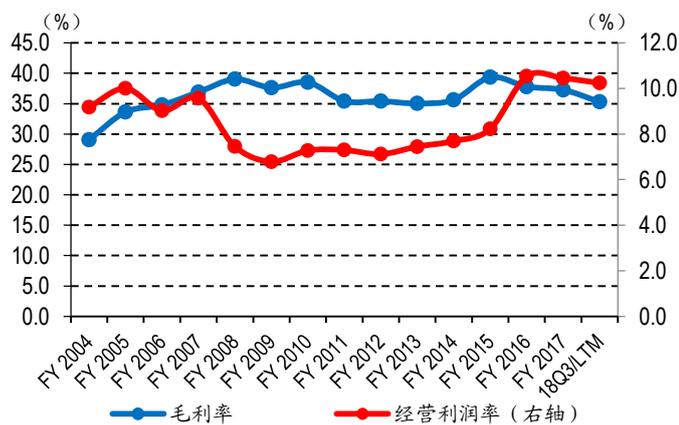
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 53、FSV 经营活动所得现金&占比营收



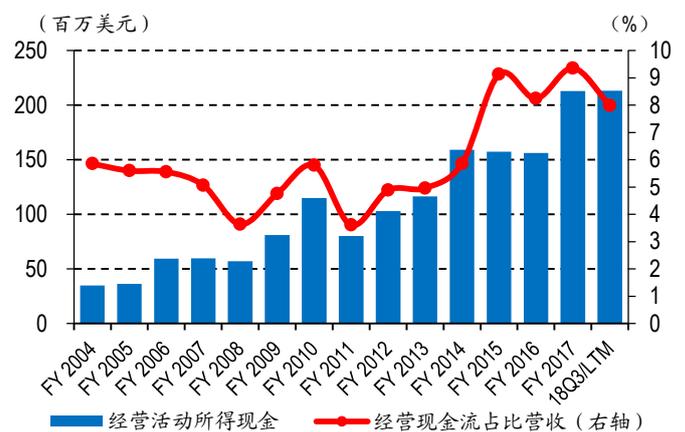
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 54、高力国际毛利率&经营利润率



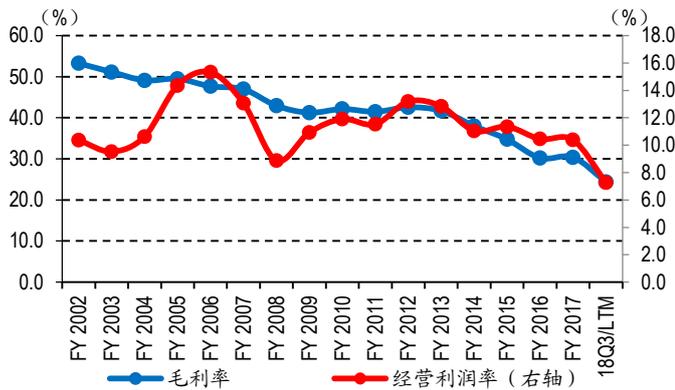
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 55、高力国际经营活动所得现金&占比营收



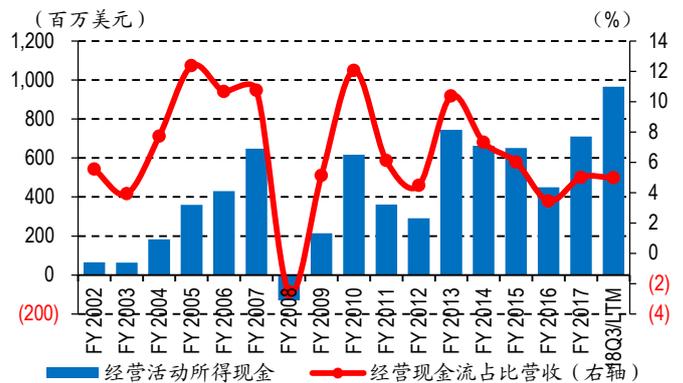
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 56、世邦魏理仕毛利率&经营利润率



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 57、世邦魏理仕经营活动所得现金&占比营收

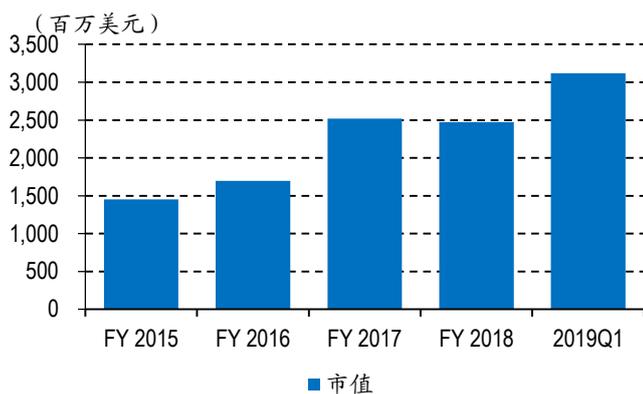


资料来源: Bloomberg, 华创证券

### 3、海外物管公司市值持续提升，稳定业绩享受资本市场高估值

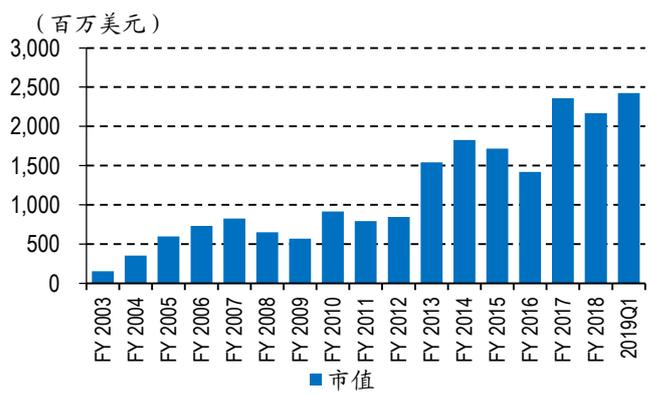
2019 年一季度末，First Service、高力国际、世邦魏理仕、仲量联行、Service Master、第一太平戴维斯的市值分别为 31.2 亿美元、24.2 亿美元、163.8 亿美元、63.1 亿美元、72.8 亿美元、12.9 亿美元。除 08 年全球金融危机外，海外主流物管企业市值自上市后均实现较稳定的提升。截至 2019 年 1 季度末，First Service、高力国际、世邦魏理仕、仲量联行、Service Master、第一太平戴维斯 PE 估值分别为 48.0 倍、21.0 倍、17.3 倍、11.8 倍、29.6 倍、15.4 倍，6 家主流物管企业平均 PE 估值为 23.9 倍，高于美国 4 家龙头房企（霍顿、莱纳、普尔特、NVR）平均 PE 估值 9.6 倍。

图表 58、FSV 市值



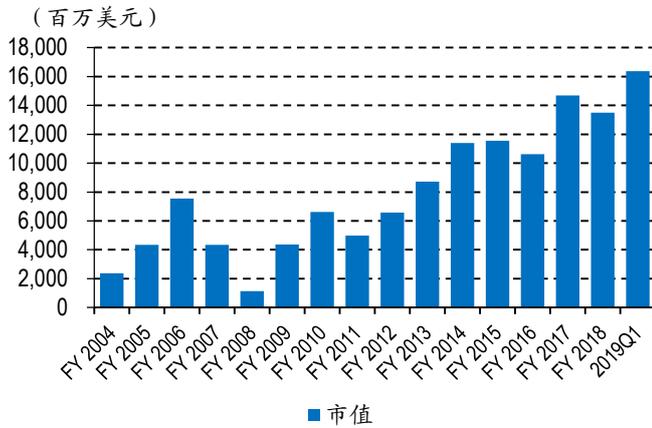
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 59、高力国际市值



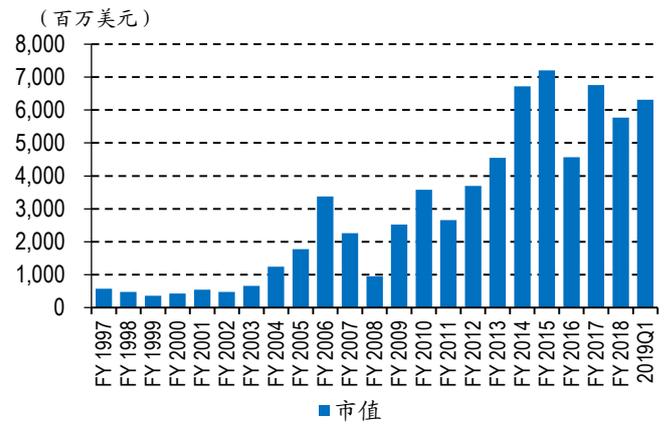
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 60、世邦魏理仕市值



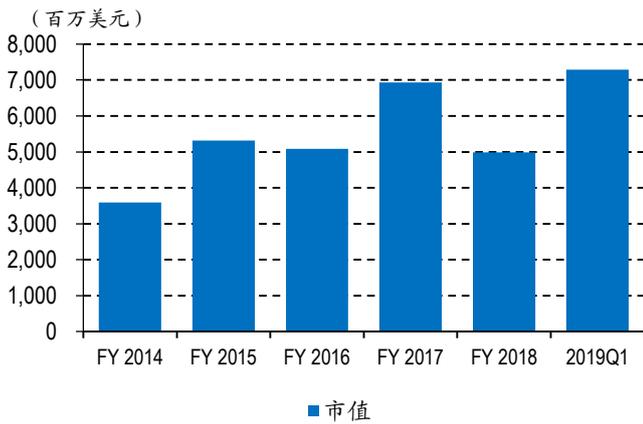
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 61、仲量联行市值



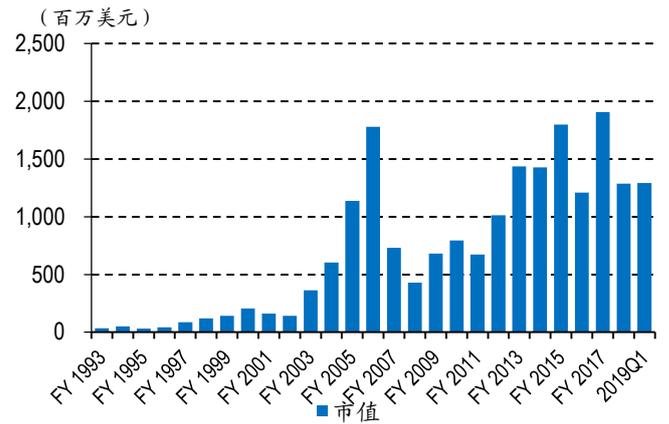
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 62、Service Master 市值



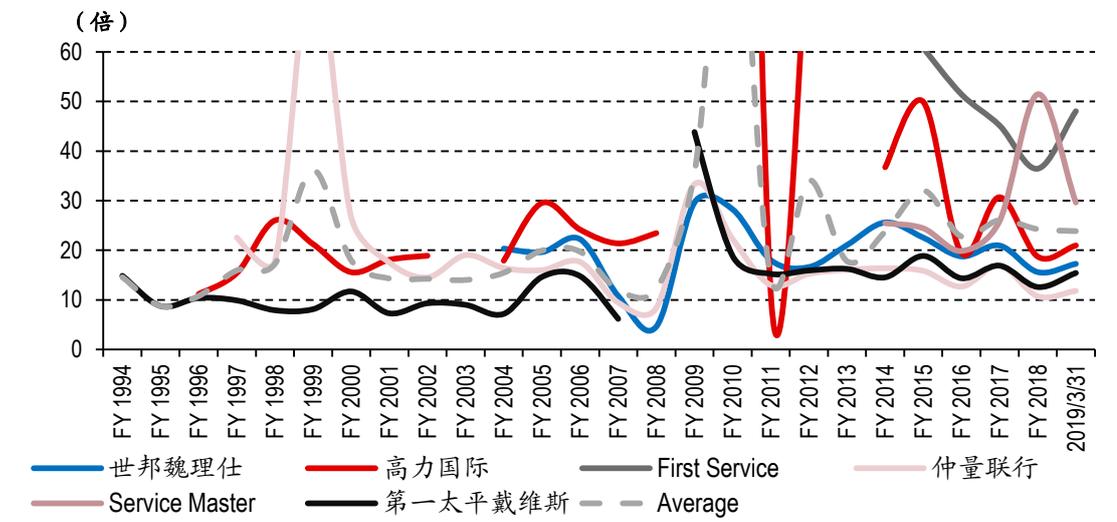
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 63、第一太平戴维斯市值



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 64、海外主流物业服务企业历史 PE 估值



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 65、6 家海外物业公司市值及估值情况

公司	市值 (百万美元)			估值 (倍)		
	17	18	19Q1	17	18	19Q1
世邦魏理仕	14,702	13,490	16,380	20.9	15.6	17.3
高力国际	2,358	2,167	2,425	30.7	18.7	21.0
First Service	2,521	2,474	3,118	45.2	36.4	48.0
仲量联行	6,758	5,773	6,309	16.9	10.7	11.8
Service Master	6,929	4,985	7,284	25.9	51.5	29.6
第一太平戴维斯	1,906	1,288	1,293	16.9	12.6	15.4
6 家平均	5,027	4,314	6,135	24.8	23.4	23.9

资料来源: Bloomberg, 华创证券

### 三、市场空间：估算 2020 年行业收入规模 11,737 亿、渗透率仍有空间、集中度望明显提升

#### (一) 空间之一：估算 2030 年行业总量空间达 318 亿平，对应收入规模 2.0 万亿

##### 1、方式一：通过未来住宅需求中枢估算对管理面积总量预测

需求方面，住宅长期需求主要由自然人口增加、城镇人口增加、人均居住面积提升和旧房拆迁更新等四方面因素推动的需求组成。在我们的需求估算模型中，分类两大类需求估算：1) 一方面，由自然人口增加、城镇人口增加、人均居住面积提升推动的需求：根据卫计委预测 2030 年我国总人口 14.5 亿人，世界银行预测 2030 年我国城镇化率 70% 以及住建部预测 2030 年人均住房面积 35 平米（其实预测 2020 年达 35 平米），可以估算 2030 年我国的住房存量需要达到 355.3 亿平米（我国总人口\*城镇化率\*人均住房面积），因而由自然人口增加、城镇人口增加、人均居住面积提升推动的需求增量为 127.4 亿平米（2030 年城镇存量住房面积-2015 年城镇存量住房面积）；2) 另一方面，由旧房拆迁更新推动的需求：假设 2016-2030 年城镇存量住房更新率为 1.5%，可以估算 2016-2030 年因旧房拆迁更

新推动的需求合计为 66.6 亿平方米（城镇存量住房面积\*城镇存量房更新率）。

因而，我们估算 2016-2030 年的住房增量需求合计为 194.0 亿平方米（包括住房需求净增部分和旧房拆迁更新需求部门），对应未来 15 年内的年均住房需求为 12.9 亿平方米，略高于 2015 年的全国住宅销售面积 11.2 亿平方米，略低于 2018 年的全国住宅销售面积 14.8 亿平方米，证明了中期需求仍有一定支撑。

（注：上文中的三个 2030 年的基本假设：城镇化 70%、人均住房面积 35 平方米以及城镇存量住房更新率 1.5%，基本上都还是保守的假设，这三个指标分别有可能达到更高的水平，因而至 2030 年住房需求可能比预测要更高。）

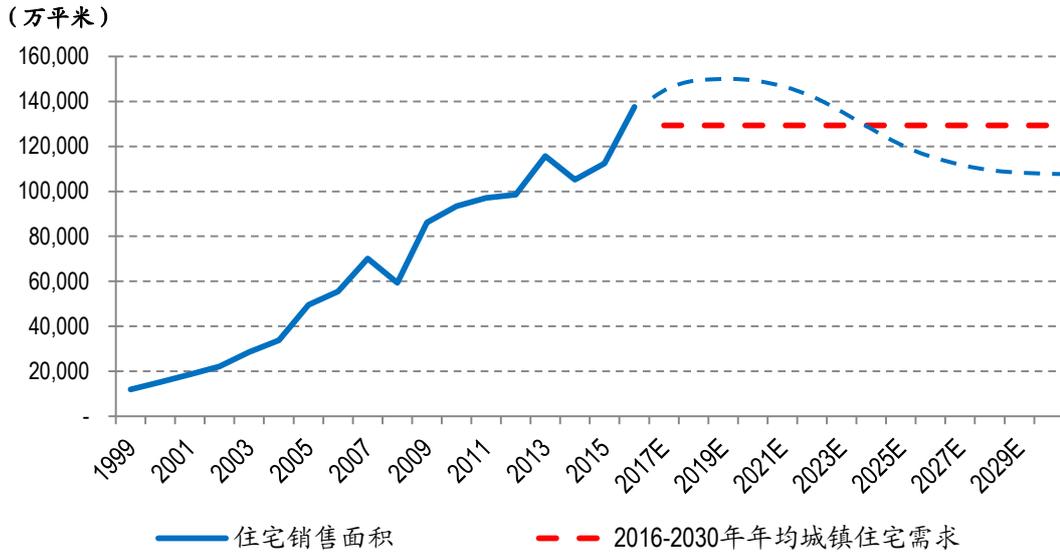
图表 66、2015 年、2030 年我国城镇存量住宅和 2016-2030 年城镇住宅增量需求估算

年份	城镇住宅存量 (亿平方米)	总人口 (亿人)	城镇化率 (%)	城镇常住人口 (亿人)	常住人口人均住房面积 (平方米)
2000	44.1*	12.67	36.22	4.6	9.61
2005	107.7*	13.08	42.99	5.6	19.16
2010	190.7* (估算)	13.41	49.95	6.7	28.48
2015	227.8 (估算)	13.75	56.10	7.7	29.54
2030	355.3 (估算)	14.50*	70.00*	10.2	35.00*
2016-2030 城镇住宅增量需求	127.4	注：这个增量需求主要包括：自然人口增加、城镇人口增加和人均居住面积提升等三方面住房需求			
2016-2030 城镇住宅拆旧需求	66.6	注：我们假设 2016-2030 年城镇住宅存量房更新率为 1.5%（同时参考：1）根据 RECIO 数据目前城镇存量房更新率为 0.75%；2）按照我国住房 70 年产权对应的折旧率为 1.4%）			
2016-2030 城镇住宅需求合计	194.0	注：城镇住宅需求合计=城镇住宅增量需求+城镇住宅拆旧需求			
2016-2030 年年均城镇住宅需求	12.9	注：年均需求 12.9 亿平方米代表是一个平均值，持平于 16 年的住宅销售面积			

资料来源：Wind、建设部《城镇房屋概况统计公报》、中国指数研究院、REICO 工作室，华创证券

注：1）2000 年和 2005 年的城镇住宅存量数据来自于《城镇房屋概况统计公报》，2010 年城镇住宅存量数据来自于国务院发展研究中心、中国指数研究院和 REICO 工作室的估算值的平均数，2015 年和 2030 年城镇住宅存量数据为华创证券地产组估算值；2）2030 年我国总人口采用了国际卫计委预测 2030 年我国总人口达到 14.5 亿人；3）2030 年我国人均住房面积采用了住建部预测 2020 年我国人均住房面积将达到 35.00 平方米（建筑面积）的小康标准；4）2030 年我国城镇化率采用了世界银行预测 2030 年我国城镇化率将达到 70%。

图表 67、2016-2030 年内全国住宅销售面积走势大致预测（蓝色虚线为示意图）



资料来源: Wind, 华创证券预测

一方面，通过城镇化率、人均住房面积、以及城镇存量住房更新率估算出 2015 年全国城镇住宅存量约为 227.8 亿平米，并且估算 2016-2030 年的住房增量需求合计为 194.0 亿平米，对应未来 15 年内的年均住房需求为 12.9 亿平米；另一方面，据中指院数据，2015 年全国物业管理面积 175 亿平米，对应物业覆盖率 77%，我们保守预计未来 15 年存量住宅的物业覆盖率维持不变（即目前尚无物业管理的老旧小区未来仍维持现状），而每年新交付的新盘物业覆盖率为 100%，据此估算 2016-2030 年的物业管理面积增量合计为 142.7 亿平米，对应未来 15 年内管理面积年均增长 9.5 亿平米。其中，估算出 2016、2017 年的管理面积分别为 184.5 亿平米、194.0 亿平米，接近于中指院数据，2016 年 185 亿平米、2017 年 195 亿平米；并估算 2018-2020 年，全国物业管理面积分别为 203.5 亿平米、213.0 亿平米、222.6 亿平米，分别同比+4.9%、+4.7%、+4.5%。物业费单价方面，考虑到人工成本年均涨幅 3% 的刚性上涨及人工成本占比 60%，另考虑其他成本或小幅提升，假设新交付物业单价年均涨幅约 2%，存量老物业则保守假设不涨价。长期来看，我们估算到 2030 年，全国物业管理面积将达到 318 亿平米，对应收入规模约 2.0 万亿。

图表 68、2015-2030 年全国物业管理面积预测汇总

年份	城镇住宅存量(亿平米)	2015 年起住宅增量(亿平米)	2015 年之前住宅存量(亿平米)	增量管理面积(亿平米)	存量管理面积(亿平米)	全国物业管理面积(亿平米)	覆盖率	收入规模(亿元)
2015	227.8	0	227.8	0.0	175.0	175.0	77%	8,988
2016	236.3	12.9	223.4	12.9	171.6	184.5	78%	9,428
2017	244.8	25.7	219.0	25.7	168.3	194.0	79%	9,978
2018	253.3	38.6	214.7	38.6	164.9	203.5	80%	10,535
2019E	261.8	51.5	210.3	51.5	161.5	213.0	81%	11,121
2020E	270.3	64.4	205.9	64.4	158.2	222.6	82%	11,737
2021E	278.8	77.2	201.5	77.2	154.8	232.1	83%	12,382
2022E	287.3	90.1	197.2	90.1	151.5	241.6	84%	13,059
2023E	295.8	103.0	192.8	103.0	148.1	251.1	85%	13,769

年份	城镇住宅存量(亿平米)	2015年起住宅增量(亿平米)	2015年之前住宅存量(亿平米)	增量管理面积(亿平米)	存量管理面积(亿平米)	全国物业管理面积(亿平米)	覆盖率	收入规模(亿元)
2024E	304.3	115.9	188.4	115.9	144.7	260.6	86%	14,511
2025E	312.8	128.7	184.0	128.7	141.4	270.1	86%	15,287
2026E	321.3	141.6	179.6	141.6	138.0	279.6	87%	16,099
2027E	329.8	154.5	175.3	154.5	134.6	289.1	88%	16,946
2028E	338.3	167.4	170.9	167.4	131.3	298.6	88%	17,831
2029E	346.8	180.2	166.5	180.2	127.9	308.2	89%	18,754
2030E	355.2	193.1	162.1	193.1	124.6	317.7	89%	19,716

资料来源：国家统计局、中国指数研究院，华创证券预测

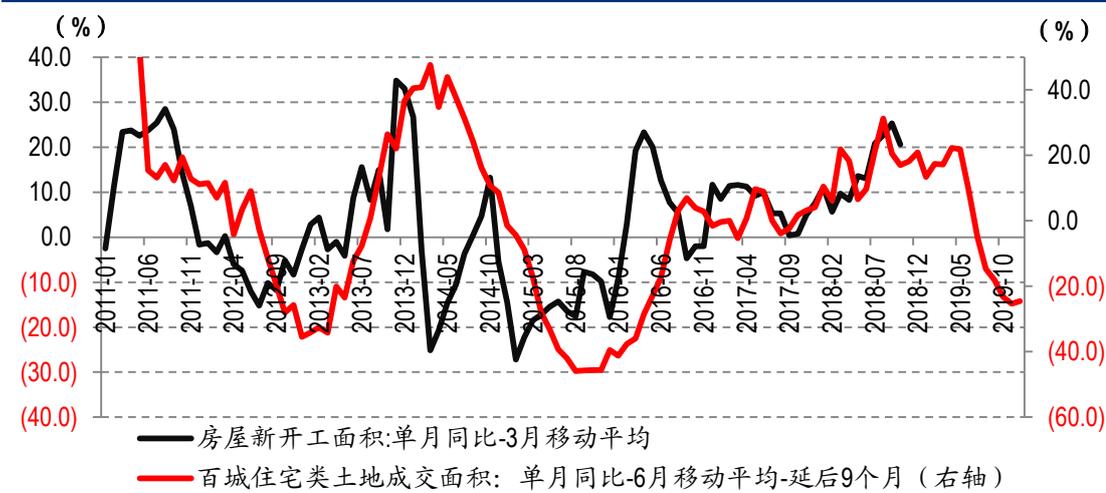
注：1）由2015年全国住宅存量228亿平米及物业管理面积175亿平米得出2015年全国存量物业覆盖率约77%；2）假设自15年起住宅增量部分（新交付）物业覆盖率为100%，住宅存量部分物业覆盖率保守预计维持在77%；3）假设新交付物业单价年均涨幅2%（人工成本年均涨幅3%\*人工成本占比60%的刚性上涨，另考虑其他成本小幅提升），存量老物业保守假设不涨价。

## 2、方式二：通过销售-新开工-竣工的传导关系推导未来3年管理面积

从拿地和新开工的关系来看，房地产新开工面积单月同比增速滞后于百城住宅类土地成交面积（拿地）单月同比约6-9个月时间，而拿地主要受销售的影响；而从竣工和新开工的关系来看，房屋竣工面积滞后于新开工面积约2年-2.5年时间。物业管理面积的增长主要来自于竣工后的交付面积，因此，可以通过销售到新开工再到竣工的传导机制，估算未来三年的管理面积。

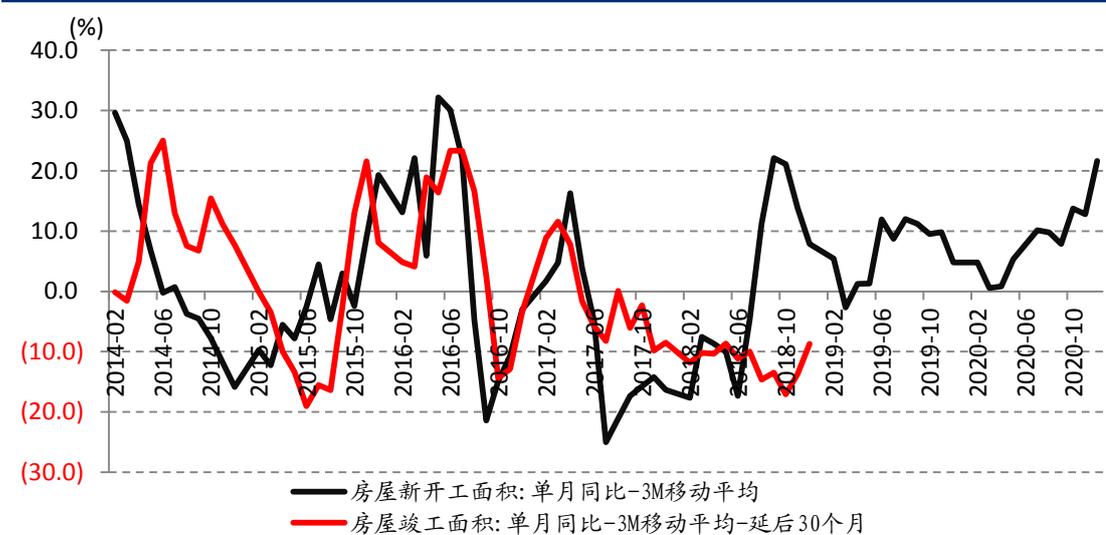
2018年全国商品房销售面积为17.2亿平方米，同比增长1.3%；土地购置面积为29,142万平方米，同比增长14.2%；2018年商品房和住宅的新开工面积分别同比增长17.2%和增长19.7%，商品房和住宅的竣工面积分别同比下降7.8%和下降8.1%。一方面，2016-2018年商品房销售面积同比分别为+22.5%、+7.7%、+1.3%，新开工面积同比分别为+8.1%、+7.0%、+17.2%，销售带动新开工的高增，同时叠加目前行业资金环境改善，综合来看，预计将带动2019-2020年的竣工增速明显提升。考虑到2018年竣工面积同比-7.8%，并预计2019-2020年房屋竣工面积同比分别+5.0%、+7.0%，对应竣工面积分别为9.8亿平米、10.5亿平米，因此预计2018-2020年物业管理面积分别为203.4亿平米、213.2亿平米、223.7亿平米，略高于方法一预测数据，主要源于竣工面积中包含设备用房、地下面积、以及烂尾项目等因素影响，所以真实在管理面积的增量上面会有一定折扣。

图表 69、新开工面积同比滞后于百城住宅类土地成交面积 9 个月



资料来源: Wind, 华创证券预测

图表 70、房屋竣工面积滞后于新开工面积同比 30 个月



资料来源: Wind, 华创证券预测

图表 71、2018-2020 年全国物业管理面积预测

年份	销售面积 (亿平方米)	土地购置面积 (亿平方米)	新开工面积 (亿平方米)	竣工面积 (亿平方米)	管理面积 (亿平方米)
2015	12.8	2.3	15.4	10.0	175.0
2016	15.7	2.2	16.7	10.6	184.5
2017	16.9	2.6	17.9	10.1	194.0
2018	17.2	2.8	20.9	9.4	203.4
2019E	16.3	2.4	20.0	9.8	213.2

年份	销售面积 (亿平方米)	土地购置面积 (亿平方米)	新开工面积 (亿平方米)	竣工面积 (亿平方米)	管理面积 (亿平方米)
2020E	NA	NA	NA	10.5	223.7

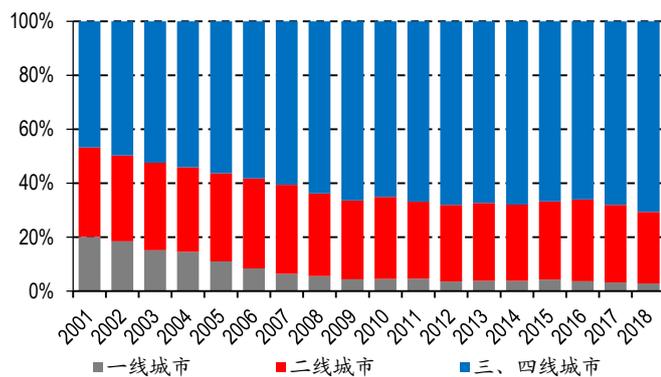
资料来源：国家统计局、中国指数研究院，华创证券预测

## （二）空间之二：行业渗透率仍有空间，且一二线和三四线发展错位、东部较中西部渗透率更高

2018年，全国房屋新开工面积20.9亿平方米，竣工面积9.4亿平方米。分城市能级来看，新开工面积中，一线、二线、三四线城市分别占比2.9%、26.5%、70.6%，较2017年分别-0.3pct、-2.3pct、+2.5pct；全国房屋竣工面积中，一线、二线、三四线城市分别占比5.2%、29.3%、65.5%，较2017年分别+0.4pct、+0.0pct、-0.4pct。随着城市化率的提升，房屋新开工、竣工的城市能级不断下沉，2017、2018年房屋新开工面积中三四线城市占比分别提升2.0pct、2.5pct，预计将带动未来2-3年竣工面积中，三四线城市占比，并带动三四线城市物业覆盖率的提升。

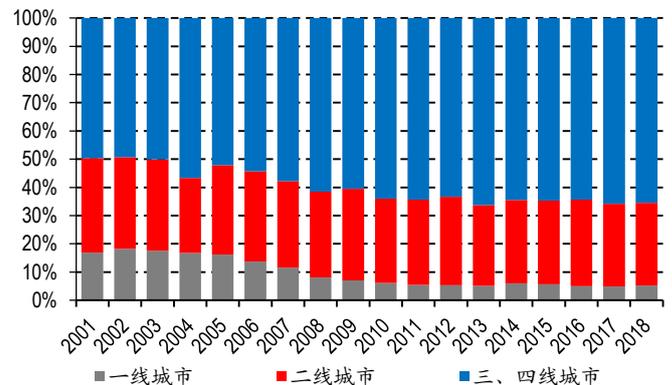
2016年，百强企业在一线城市、二线城市、三四线城市的项目数量分别占比21%、44%、35%，较15年分别-2pct、+1pct、+1pct，印证了物业管理的城市能级分布正逐步由一二线向三四线下沉。

图表 72、房屋新开工面积分城市能级占比



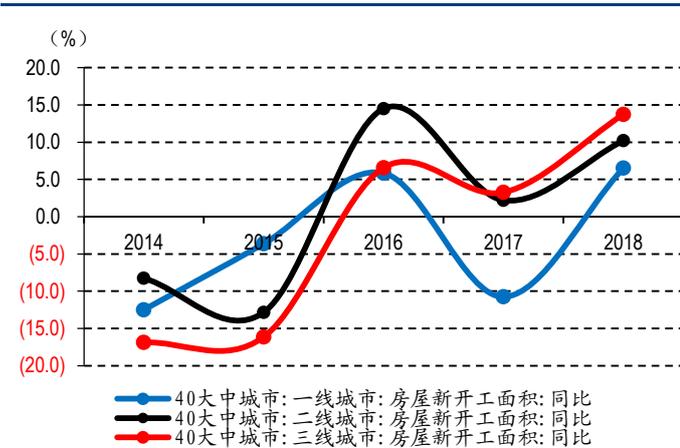
资料来源：Wind，华创证券

图表 73、房屋竣工面积分城市能级占比



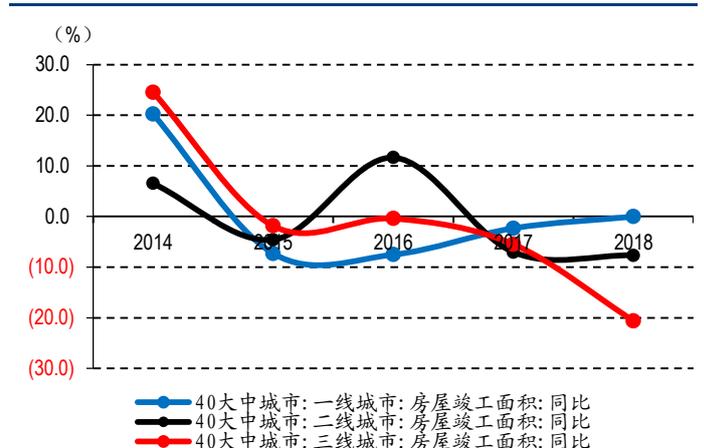
资料来源：Wind，华创证券

图表 74、40 大中城市分能级新开工同比



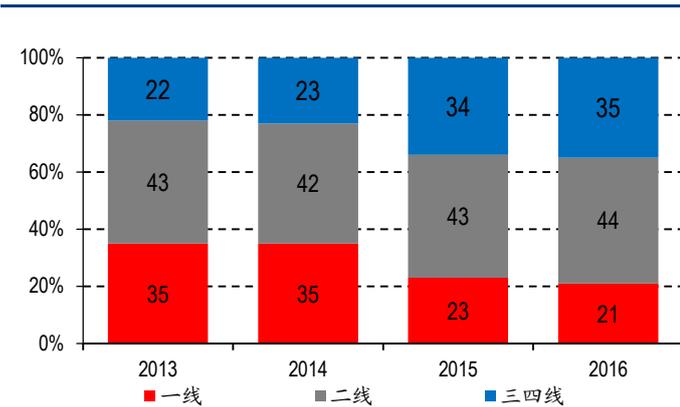
资料来源: Wind, 华创证券

图表 75、40 大中城市分能级竣工同比



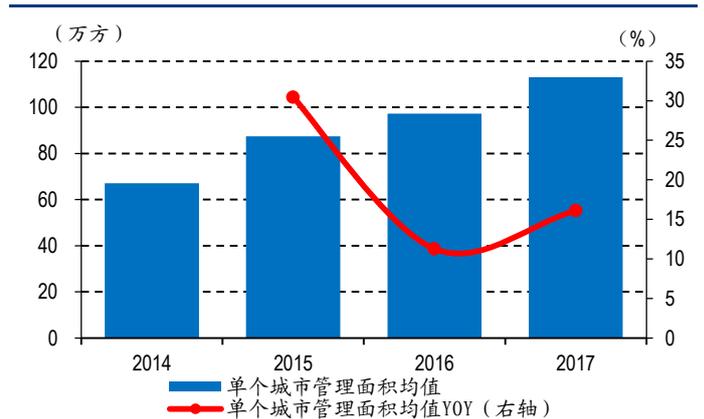
资料来源: Wind, 华创证券

图表 76、百强企业项目数量分城市能级占比



资料来源: 中国指数研究院, 华创证券

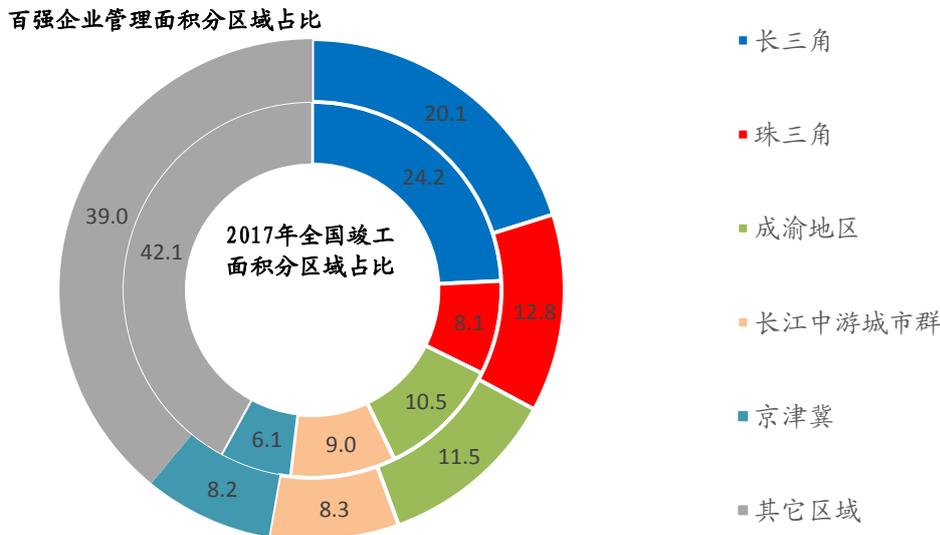
图表 77、单个城市管理面积均值&同比



资料来源: 中国指数研究院, 华创证券

我国的空间发展格局以城市群为核心, 衍生出巨大的住房与物业管理需求。2017 年, 百强企业中 61.0% 的管理面积位于五大城市群, 高于 2017 年全国五大城市群竣工面积占比 58.7%。其中, 在长三角、珠三角、成渝、长江中游及京津冀五个主要城市群分别占比 20.1%、12.8%、11.5%、8.3%及 8.2%。随着城镇化率不断提升, 一方面, 五大城市群物业管理需求继续增长, 同时, 其它区域的潜在住房与物业管理需求空间巨大。此外, 从主流物业公司在管面积和收入占比情况来看, 目前物业管理服务区域仍主要集中在长三角、华东、华南等区域, 中西部区域物业管理服务潜在需求较大。

图表 78、61%的管理面积位于五大核心城市群



资料来源：中国指数研究院，华创证券

图表 79、主流物业公司收入占比集中在东南区域

公司	区域	2015	2016	2017	2018
永升生活服务	东部地区占比	60.9	61.4	65.1	67.0
新城悦	长三角区域占比	95.4	94.6	87.9	82.7
碧桂园服务	华东、华南区域占比	81.2	76.8	73.1	71.0
绿城服务	杭州、长三角区域占比	73.4	71.5	72.3	71.1

资料来源：公司招股书、公司公告，华创证券

### （三）空间之三：行业集中度大幅提升、头部企业市占率提升

本轮供给端调控导致了房地产小周期延长，并出现了“总量稳定、结构分化”的现象，呈现出“融资、拿地、销售”三重集中度提升的现象。

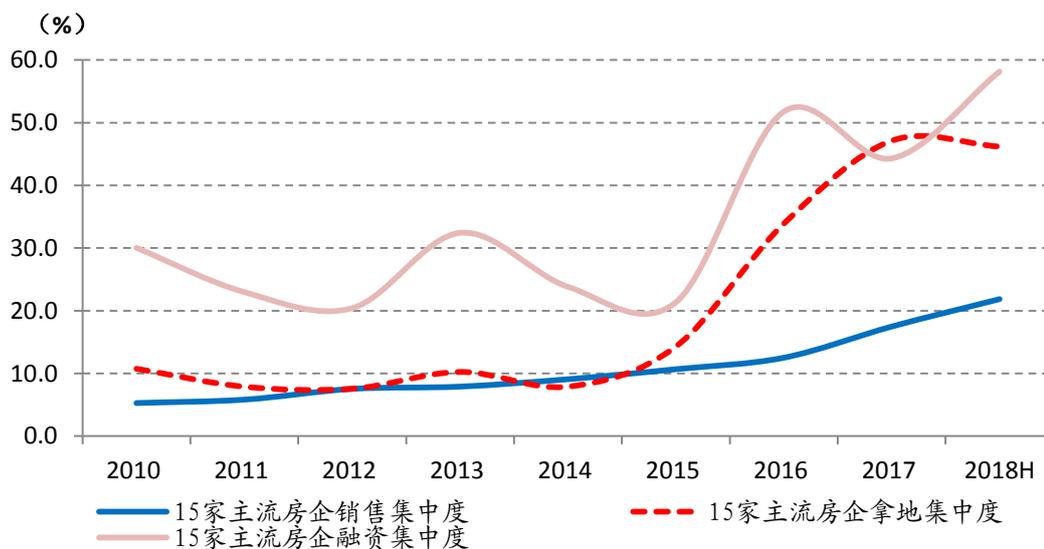
融资方面，我们选取主流 15 家房企的有息负债余额和新增额进行分析，有息负债的绝对规模在 2018H1 末达到 2.7 万亿，较 17 年末增长 10.5%；有息负债余额占比 AH 板块在 2015 年及之前基本稳定在 25% 左右，2016-2017 年分别达到 28.3% 和 31.6%；有息负债净增额集中度在 2015 年及之前基本保持在 20-30%，2016 和 2018H1 跳增至 50% 以上。近期行业资金已有边际性改善迹象，同时龙头融资成本和规模兼具优势，因此预计后续行业融资集中度仍将保持提升趋势。

拿地方面，15 家主流房企全口径拿地面积占比全国土地成交面积（招拍挂+并购）在 2010-2015 年约在 8%-14% 之间、稳定在 10% 上下，而在 2016 年快速提升至 34%，2017 年更是跳增至 47%；同期，2010-2015 年 15 家主流房企权益拿地面积占比全国土地成交面积（招拍挂+并购）约在 6%-12% 之间、稳定在 8% 上下，而在 2016 年快速提升至 29%，2017 年上半年更是跳增至 38%。2018 年上半年 15 家主流房企拿地集中度提升放缓，但仍稳定在 46% 的高位。

销售方面，随着融资集中度和拿地集中度的双重提升，推动房企销售在 16-18 年中也呈现出了较强的集中度的提

升。在 2011-2015 年中，TOP10 房企的销售集中度稳定提升，由 2011 年的 6% 逐步提升至 2015 年的 17%，但在 2016-2018 年中出现销售集中度的快速跳增，由 2016 年的 19% 快速提升至 2018H1 的 29%，源于近两年土地市场供给端政策调控导致土地资源快速向龙头房企集中，从而推动龙头房企的可售资源的迅速提升，带动销售集中度的快速跳增。

图表 80、总量稳定下，销售、融资、拿地三重集中度跳增



资料来源：Wind，华创证券

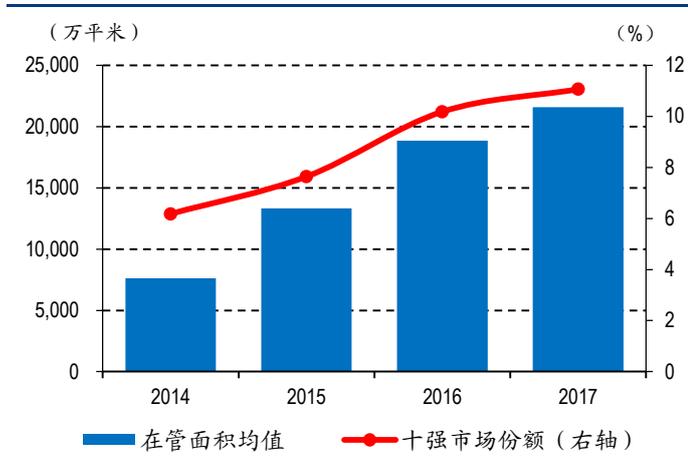
注：15 家主流房企为：碧桂园、恒大地产、万科、融创中国、保利地产、中海地产、龙湖地产、华润置地、金地集团、绿城中国、招商蛇口、新城控股、世茂房地产、富力地产、远洋地产。

物业管理行业目前较分散，据中国物业管理协会数据，2017 年全国的物业服务企业共计 11.8 万家，行业格局分散。我们认为，随着房地产行业的三重集中度提升，物业管理作为房地产的后周期行业，同样将迎来集中度大幅提升的过程。除了行业目前本身较分散，驱动物业管理行业集中度的因素，主要有四个：

- 1) **开发背景**：拥有开发背景的兄弟房企市占率大幅提升，带动物业公司的市占率提升；
- 2) **资金优势**：物业公司密集上市，资本市场介入，开拓融资渠道，强化收并购能力，加剧存量市场的集中度提升；
- 3) **品牌力**：市场对企业品牌的认知度逐渐提升，对潜在竞争对手进入市场形成较大壁垒；
- 4) **运营能力**：一方面，物业公司需要保证一定的人员配置，保障服务质量从而增加客户粘性，同时需要有效管控成本，因而市场化格局下，会加速头部公司的成长和尾部公司的淘汰。

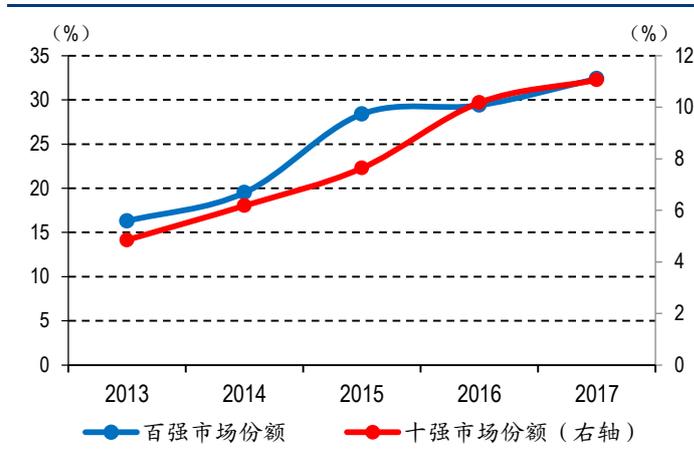
截至 2017 年末，前 10 强企业在管面积均值 2.16 亿方，已达到了百强企业的 6.82 倍，对应 CR10 为 11.1%，较 2014 年+4.9pct；CR100 为 32.4%，较 2014 年+16.1pct。一方面，这一趋势证明物业行业中大企业在扩张、提升增值服务、承接大体量项目和多种业态项目等优势上，龙头企业能发挥的更好，因此物业管理行业已呈现强者愈强的态势。另一方面，本轮周期供给端调控导致房地产开发业务中房企的集中度大幅提升，物管行业集中度的提升也是必然的伴随产物。

图表 81、十强企业在管面积均值&CR10



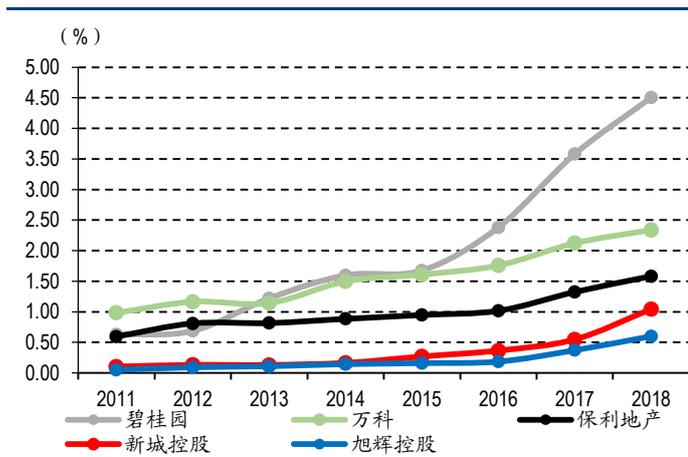
资料来源：中国指数研究院、华创证券

图表 82、百强企业&十强企业市场份额持续提升



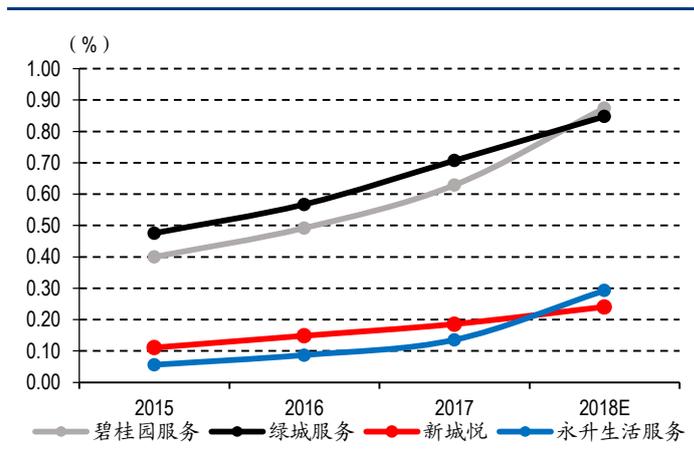
资料来源：中国指数研究院、华创证券

图表 83、5 家房企销售市占率逐年提升



资料来源：公司公告、统计局、克而瑞、华创证券

图表 84、4 家物管企业市占率逐年提升



资料来源：公司公告、中指院、华创证券

图表 85、近年内十强物业企业排名

排名	2014	2015	2016	2017	2018
1	万科物业	万科物业	万科物业	万科物业	万科物业
2	绿城物业	绿城物业	绿城物业	绿城物业	绿城物业
3	长城物业	保利物业	碧桂园物业	碧桂园物业	碧桂园物业
4	保利物业	长城物业	长城物业	长城物业	长城物业
5	金地物业	碧桂园物业	保利物业	保利物业	保利物业
6	首开鸿城实业	中海物业	中海物业	彩生活服务	彩生活服务
7	彩生活服务	彩生活服务	彩生活服务	恒大物业	恒大物业

排名	2014	2015	2016	2017	2018
8	万达物业	万达物业	金科物业	金地物业	金地物业
9	碧桂园物业	金科物业	金地物业	龙湖物业	龙湖物业
10	中海物业	金地物业	龙湖物业	金科物业	金科物业

资料来源：中国指数研究院，华创证券

图表 86、上市物业服务企业 IPO 及配股募资资金用途说明

物业公司	股票代码	上市时间	IPO/配股募 资净额 (万元)	发行 方式	募资用途	用途占比
彩生活	1778.HK	2014/6/30	72,804.53	发售以 供认购, 发售以 供配售	1) 分配至收购地区物业管理公司;	60%
					2) 分配至购买硬件设备之用, 用于提升工程服务业务下的小区;	20%
					3) 分配至销售及市场推广活动, 以及投资于信息科技软件之用, 以进一步发展我们的小区租赁、销售及 other 服务平台;	10%
					4) 分配至营运资金及一般企业用途。	10%
中奥到家	1538.HK	2015/10/25	25,418.49	发售以 供认购, 发售以 供配售	1) 用于收购物业管理公司;	60%
					2) 用于开发 O2O 平台。我们拟将指定用于 O2O 发展的此部分所得款项净额投资于杭州壹到;	25%
					3) 用于实行培训及招聘计划;	5%
					4) 用于营运资金及一般企业用途。	10%
绿城服务	2869.HK	2016/7/12	123,564.25	发售以 供认购, 发售以 供配售	1) 用作收购物业服务公司及提供增值服务的公司。	49%
					(a) 用作收购具备富有吸引力的物业服务组合的物业服务公司。	38%
					(b) 用作收购提供旅游、家居生活、文化、教育及其他增值服务的公司。	11%
					2) 用作开发及推广「智能园区」项目及园区产品及服务。	22%
					3) 用作偿还贷款。	19%
4) 用作补充运营资金及其他一般企业用途。	10%					
浦江中国	1417.HK	2017/12/11	10,378.57	发售以 供认购, 发售以 供配售	1) 用作本集团的横向扩展, 包括(i)并购; (ii)投资; (iii)成立合营企业公司; 及(iv)与物业管理公司进行业务合作;	34%
					2) 用作向物业发展商及业主提供咨询服务及资料及数据收集及分析服务及我们的资讯科技系统, 及透过供应链扩展, 及透过扩大服务范围, 进行物业管理行业的产业链及供应链纵向扩展;	24%
					3) 用作开发我们于数据库及应用层面的资讯科技系统;	16%

物业公司	股票代码	上市时间	IPO/配股募 资净额 (万元)	发行 方式	募资用途	用途占比
					4) 用作招聘更多人才;	13%
					5) 用作偿还银行借款;	4%
					6) 用作一般营运资金。	10%
南都物业	603506.SH	2018/2/1	28,748.29	发售以 供认购, 发售以 供配售	1) 物业管理智能化系统项目	24%
					2) 全国物业服务业务拓展项目	21%
					3) 社区 O2O 平台建设项目	10%
					4) 公寓租赁服务项目	38%
					5) 人力资源建设项目	7%
雅生活	3319.HK	2018/2/9	336,440.90	发售以 供认购, 发售以 供配售	1) 用于选择性地把握战略投资及收购机会以及进一步发展战略联盟。	65%
					2) 用于进一步开发我们的一站式服务平台。	10%
					3) 用于发展我们的「管理数字化、服务专业化、流程标准化及操作机械化」。	15%
					4) 用作营运资金及一般公司用途。	10%
新城悦	1755.HK	2018/11/6	45,514.64	发售以 供认购, 发售以 供配售	1) 用于扩大物业管理服务, 以扩大业务规模及扩展我们在全中国的业务地区;	48%
					2) 用于于不同地区获取/取得多元化物业管理项目;	12%
					3) 用于扩张增值服务业务系列, 包括新橙社 APP 及与本公司业务互补的第三方供应商的投资;	15%
					4) 用于投资于先进技术及雇员以为住户提供更高效的服务, 从而全面提升内部信息管理系统效率及标准化服务质量;	15%
					5) 用作营运资金及一般企业用途。	10%
佳兆业物 业	2168.HK	2018/12/6	22,268.01	发售以 供认购, 发售以 供配售	1) 将用于收购或投资其他在市场地位上与本公司相若的物业管理公司;	50%
					2) 将用于收购或投资从事物业管理相关业务的公司, 例如秩序维护、清洁、园艺及保养服务供应商; 以及提供与本公司互补的社区增值产品及服务的公司, 其中包括从事社区零售业务、社区金融、社区长者护理(例如日间护理及保健)以及社区教育(例如学前教育)的公司;	20%
					3) 将用于开发及推广本公司的 K 生活移动应用程序及社区增值产品及服务。此外, 本公司于 2019 年及 2020 年, 计划分别拨支发售所得款项净额约 1175.26 万元购买及研发 K 生活硬件及 1046.58 万元在其营运及推广方面;	10%
					4) 用于推进本公司「管理数码化、服务集中化、程序规范化及营运自动化」;	10%

物业公司	股票代码	上市时间	IPO/配股募 资净额 (万元)	发行 方式	募资用途	用途占比
					5) 将用作本公司的营运资金及为其他一般公司用途提供资金。	10%
永升生活 服务	1995.HK	2018/12/17	53,206.28	发售以 供认购, 发售以 供配售	1) 预期将用于寻求战略性收购及投资机会;	55%
					2) 将用于利用最新的互联网及信息技术以及建立智能社区, 从而为本公司客户提高服务质量;	26%
					3) 预期将用于开发一站式服务社区平台及本公司「悦生活」在线服务平台;	9%
					4) 预期将用作我们的一般业务运营及营运资金。	10%
碧桂园 服务	6098.HK	2018/6/19	195,931.52	配售	1) 用于扩张地域或服务范畴之与本公司核心或相连业务有关的合并收购项目	70%
					2) 用于科技与智能化投资、城市服务及增值服务新业务	30%

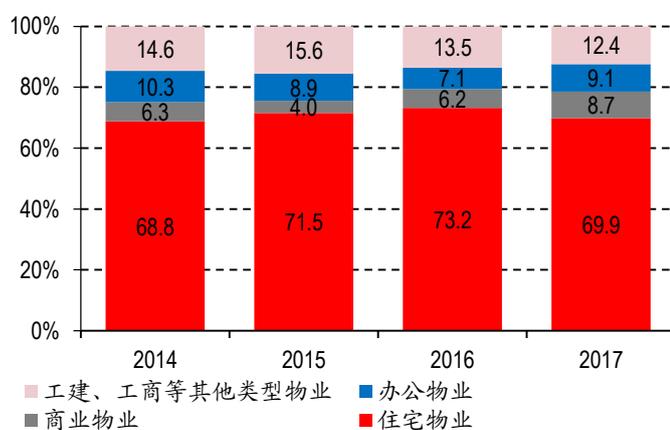
资料来源: Wind, 华创证券

#### (四) 空间之四: 横向业态延申, 住宅、商办到城市服务, 纵向多经升维, 基础服务衍生增值服务

##### 1、横向延申: 业态延申, 从住宅、商办逐步扩围至园区、城市服务

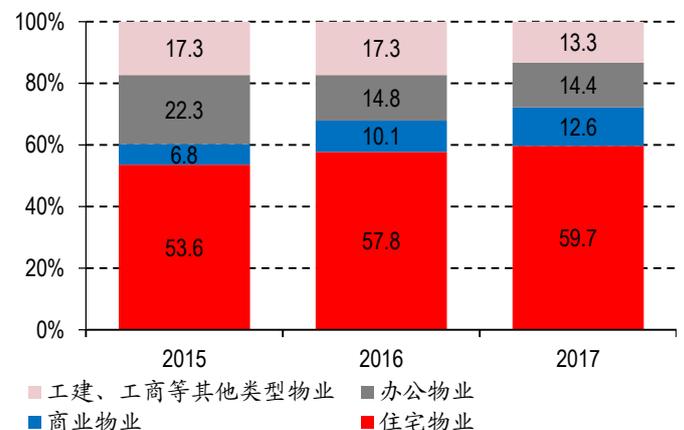
分业态来看, 2017年, 百强企业在管面积中, 住宅物业占比 69.9%, 较 2016 年下降 3.3pct, 商业物业、办公物业、工建、工商等其它类型物业分别占比 8.7%、9.1%、12.4%, 较 16 年分别+2.5pct、+2.0pct、-1.1pct。值得注意的是, 自 2014 年彩生活上市后, 2015 年开始, 物业服务企业陆续在 A/H 股上市, 同时商品房市场火热, 物管企业纷纷扩围住宅物业规模, 在住宅物业高增长的背景下, 商业、办公等业态占比仍有所增长。

图表 87、百强企业在管面积分业态占比

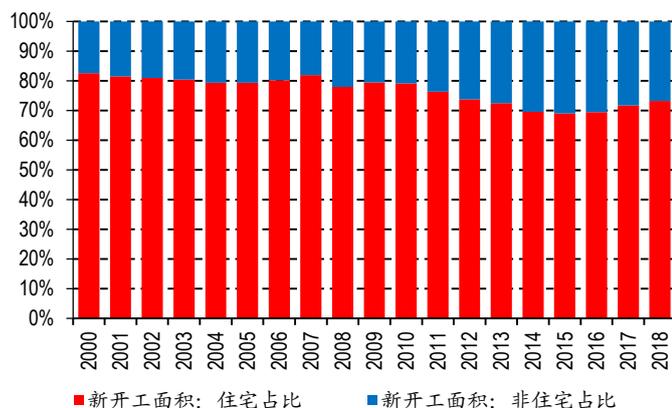


资料来源: 中国指数研究院, 华创证券

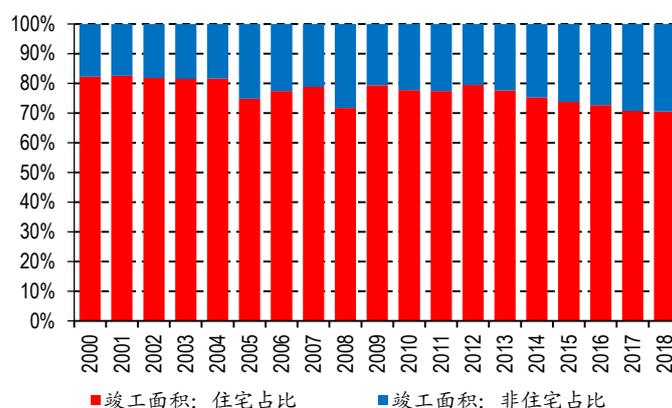
图表 88、百强企业物业服务费收入分业态占比



资料来源: 中国指数研究院, 华创证券

**图表 89、新开工面积住宅&非住宅占比**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 90、竣工面积住宅&非住宅占比**


资料来源: Wind, 华创证券

## 2、纵向升维：基础服务二维圈地，增值服务纵向升维，空间巨大

我们认为，基础服务的扩张实为二维范围内的圈地过程，而增值服务则是在基础服务锁定业主的基础上，纵向升维的过程。对主流物业管理公司收入拆分可以发现，增值服务的毛利率普遍远高于基础服务的毛利率。增值服务作为物业管理后阶段盈利的关键点，一方面，具有多样性，特别是围绕家庭业主的社区增值服务，可拓展的范围涵盖业主全生命周期；另一方面，增值服务毛利率较高，可贡献利润空间较大。

**图表 91、主流物业管理企业各细分业务毛利率情况**

公司名称	服务类型	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)
彩生活	物业管理服务	46.8	35.6	35.2	26.1
	工程服务	55.9	51.0	58.5	66.0
	社区租赁、销售及其他服务	98.3	91.9	82.0	95.7
中海物业	物业管理服务	18.8	21.1	21.3	18.0
	增值服务	44.0	52.2	53.9	42.4
绿城服务	物业管理服务	10.2	10.9	11.2	11.4
	物业咨询服务	33.9	35.5	36.1	38.0
	园区增值服务	47.5	43.5	33.5	23.7
碧桂园服务	物业管理服务	27.3	30.3	29.4	31.9
	非业主增值服务	42.6	45.9	43.3	48.1
	社区增值服务	55.1	55.8	57.7	66.1
	其他服务	74.1	86.0	84.4	36.6
雅生活服务	物业管理服务	15.1	24.9	26.9	27.4
	非业主增值服务	15.7	24.8	49.3	47.7
	业主增值服务	26.8	28.1	41.7	50.9

公司名称	服务类型	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)
永升生活服务	物业管理服务	9.8	14.7	18.0	20.7
	非业主增值服务	17.7	23.2	20.3	21.6
	社区增值服务	63.3	59.0	62.4	63.4
新城悦	物业管理服务	21.4	24.2	25.3	27.8
	开发商相关服务	25.4	26.7	22.0	25.5
	社区增值服务	89.4	87.5	85.0	81.7
	专业服务	22.0	33.1	29.2	28.2

资料来源：各公司公告，华创证券

图表 92、主流物业服务企业增值服务和 O2O 服务覆盖范围

公司名称	增值服务内容	O2O 服务
彩生活	1) 提供公共空间租赁协助服务 2) 提供完善推广业务及租赁信息系统软件 3) 提供住宅及零售单位租赁及销售协助 4) 提供办公室分租及其他增值服务	1) 彩生活线上平台社区生态链，线上平台“彩之云” 2) E 停车、E 能源、E 安全、E 清洁、E 维修、E 保养、E 电梯、E 绿化、E 缴费
中海物业	1) 基本服务，包括社区服务收入，涉及公共资源使用及物业辅助服务等 2) 智能服务，访客预约及停车场空位查询系统 3) 顾问服务、房屋经纪及其他代理服务、团购家居协助服务等	1) 移动手机应用平台，提供公共空间租赁协助、购物协助以及居家服务协助 2) 智能服务，访客预约及其他代理服务
绿城服务	1) 园区服务：园区产品和服务、家居生活服务、园区空间服务、物业资产管理服务、文化教育服务	1) 移动互联网终端，打造智慧园区项目 2) 无人售货店“绿橙”
雅生活	1) 社区养老、社区金融、社区保险、社区医疗 2) 非业主增值服务：协销、物业代理、房屋检验及广告 3) 业主增值服务：物业保养及维修、家政及清洁服务、装修及拎包入住服务、购物协助及旅游服务、资产管理服务	1) “雅管家”平台，该平台从“人、财、物、管”四个方面输入全面解决方案
南都物业	1) 案场服务 2) 顾问咨询服务 3) 家政服务、私人绿化服务、室内维修服务"	1) “悦嘉家”、“悦服务”、“JOYpark”APP,围绕住、商、行食、购、学等需求，为住宅、办公等不同用户搭建了以便民服务为特色的线上线下一体化社区移动服务平台 2) 大悦资产打造以群岛 MOMA(服务公寓)、群岛 JUNGLE (国际青年社区)、群岛 HOME (托管公寓)、群岛 PARK (复合型园区) 四大产品为核心的群岛品牌，致力于实现客户投资、持有资产的持续增值"

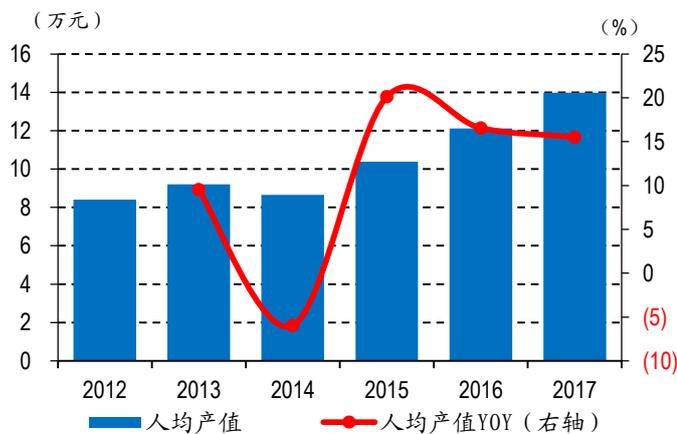
资料来源：各公司公告，华创证券

**(五) 空间之五：科技变革赋能行业效能，压缩成本带动利润空间提升**

**1、人均产值逐步提升，科技赋能压缩成本空间**

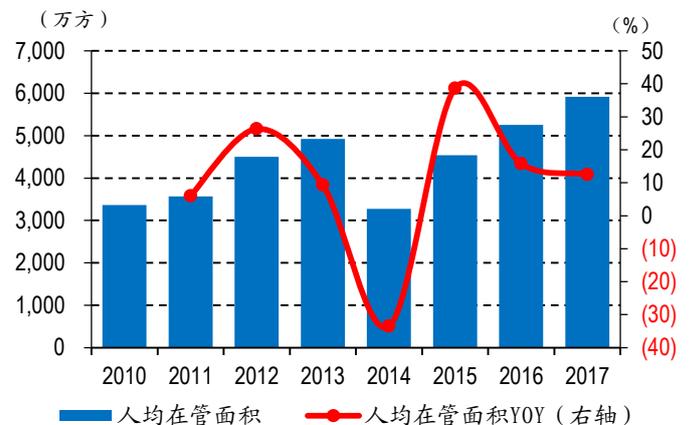
截至 2017 年，百强企业人均产值 14 万元，同比+15.5%；人均在管面积 5,913 万方，同比+12.5%，物管企业人均效能持续提升。2017 年，百强企业平均智能化投入金额 716.2 万元，同比+49.8%；前 10 强企业的 APP 覆盖率达 100%，物业管理公司对于科技方面的研发投入高增，随着技术变革、科技赋能，未来物业服务行业有望实现人均效能的进一步提升，压缩成本空间，从而带动利润空间提升。

**图表 93、百强企业人均产值&同比**



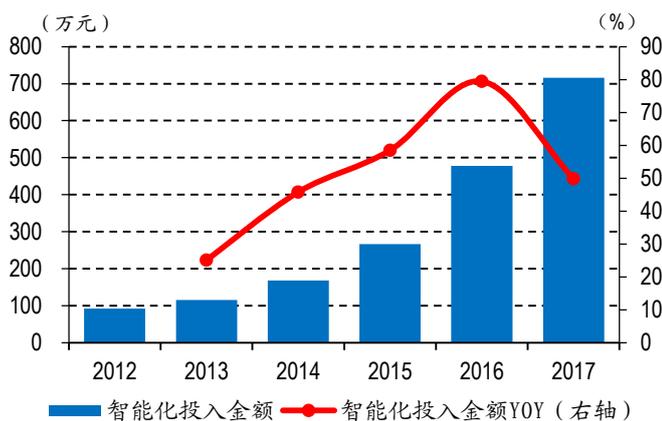
资料来源：中国指数研究院，华创证券

**图表 94、百强企业人均管理面积&同比**



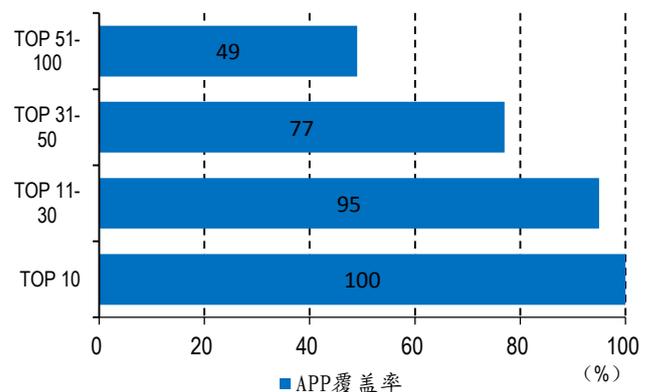
资料来源：中国指数研究院，华创证券

**图表 95、智能化投入金额&同比**



资料来源：中国指数研究院，华创证券

**图表 96、百强企业 APP 覆盖率**



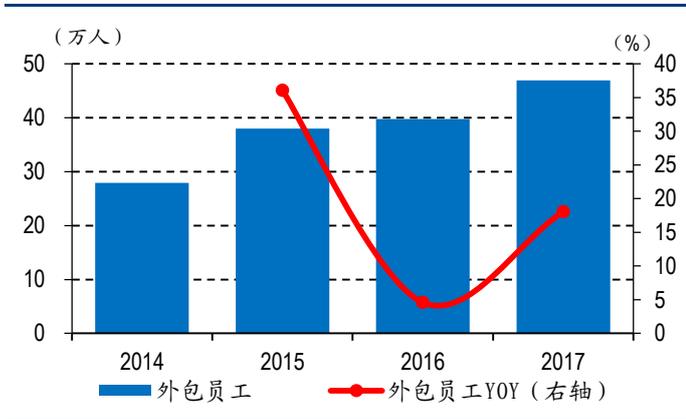
资料来源：中国指数研究院，华创证券

**2、适度增加外包比例，一定程度上可降低刚性成本**

2017 年，百强企业外包员工总数为 46.9 万人，同比增长 18.1%，外包员工占一线员工的 38.3%。其中，清洁业

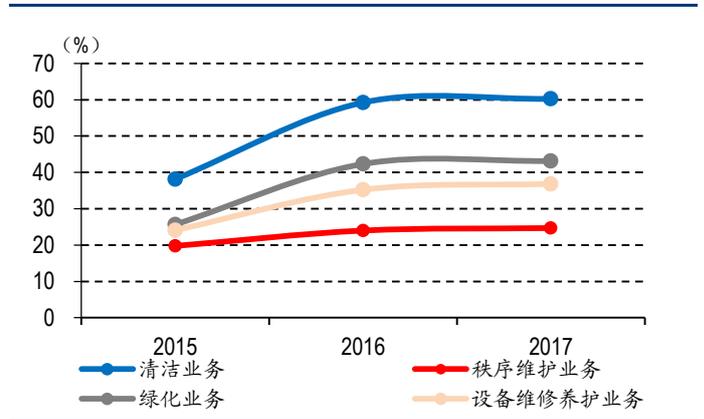
务、秩序维护业务、绿化业务和设备维修保养业务外包比例分为 60.3%、24.7%、43.1%和 36.8%。适度增加外包比例，一定程度上可降低刚性成本。

图表 97、百强企业员工外包人数&同比



资料来源：中国指数研究院，华创证券

图表 98、各业务外包项目占总项目比例



资料来源：中国指数研究院，华创证券

#### 四、发展路径思考：大行业，小龙头，格局良好、背靠母公司型物业确定性更强

##### (一) 第一阶段：大行业，小龙头，野蛮生长阶段，行业竞争格局良好

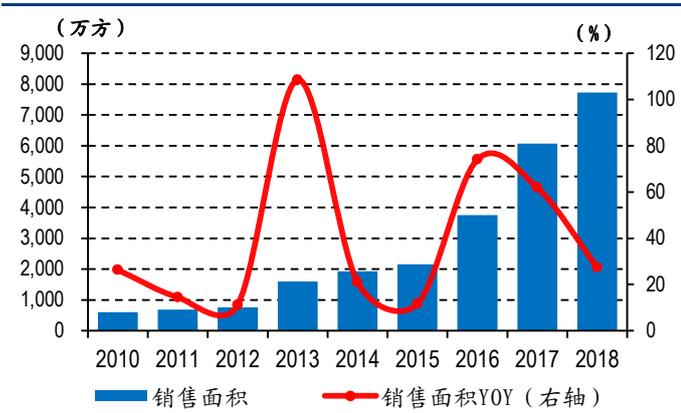
我们认为，物业管理行业是一个空间巨大的行业，同时行业龙头仍处于成长阶段。截至 2017 年末，全国物业管理行业管理面积达 195 亿平方米，同比增长 5.5%；而 2017 年末，CR10 为 11.1%，CR100 为 32.4%，目前行业集中度仍较低，本轮周期供给端调控房地产开发业务中房企的集中度大幅提升，由此也将伴随推动物管行业集中度的提升。另一方面，在 2016-2018 年全国商品房销售高增的阶段后，预计 2019-2021 年将是交付大年，行业仍是成长阶段，而龙头公司受益于母公司销售集中度提升的因素，更是处于野蛮生长阶段。总体来看，行业竞争格局较好。

我们认为，在第一阶段，主要的规模扩张方式有四种，包括：1) 获取母公司交付面积扩张规模；2) 依靠服务获取中小开发商交付面积；3) 收并购获取管理面积提升；4) 争夺存量市场管理面积。前两种方式针对新房市场，后两种方式针对存量房市场。

##### 1、方式一：背靠集团或兄弟开发企业，获得大量交付面积，实现管理面积规模高增，确定性较强

2016、2017 年，碧桂园销售面积分别为 3,747 万方、6,006 万方，同比增速分别为 74.0%、61.9%；截至 2018 年末，碧桂园服务合约面积 5.05 亿方，在管面积 1.82 亿方，其中 80.1% 来自碧桂园开发的物业。2016-2018 年，全国商品房销售面积连续维持高位，对应 2019-2021 年，商品房竣工增速将得以修复，叠加龙头房企销售集中度提升趋势不变。因此，我们认为，背靠集团或兄弟开发企业，在未来 3 年获得大量交付面积，实现管理面积规模高增将是行业最行之有效、确定性较强的增长方式。

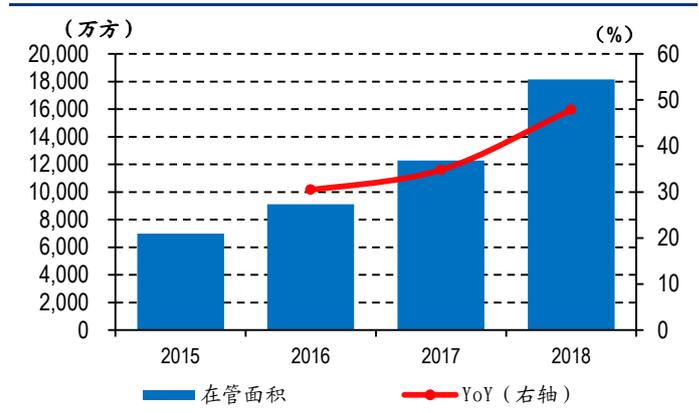
图表 99、碧桂园销售面积&同比



资料来源：公司公告，华创证券

注：18年销售面积为克而瑞数据

图表 100、碧桂园服务管理面积&同比



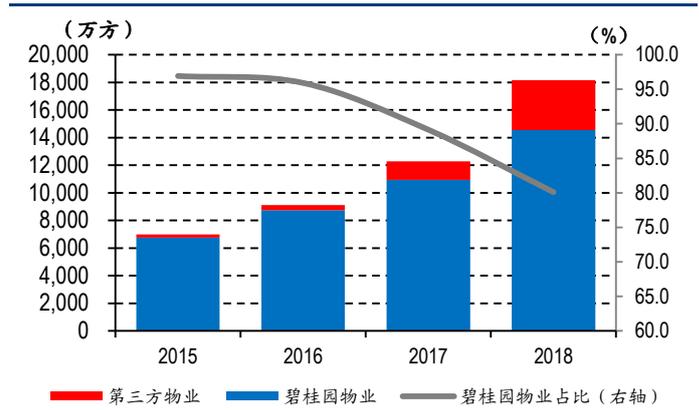
资料来源：公司公告，华创证券

图表 101、碧桂园合同管理面积&同比



资料来源：公司公告，华创证券

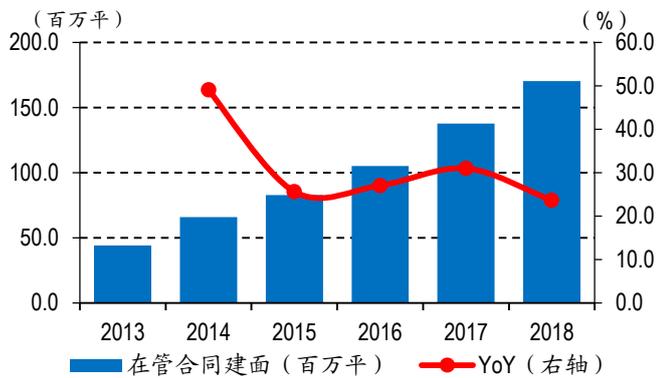
图表 102、碧桂园物业占公司管理面积主导



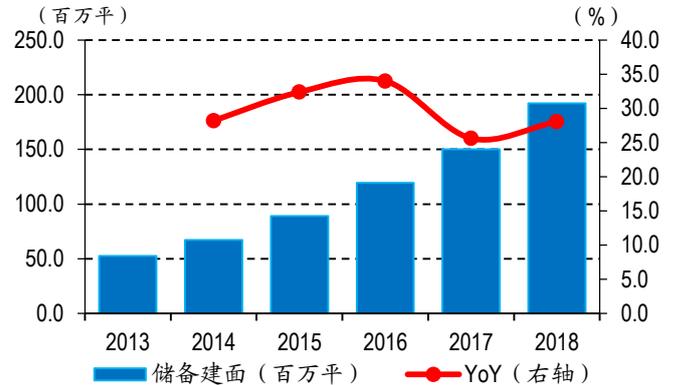
资料来源：公司公告，华创证券

## 2、方式二：依靠服务品质，持续拓展无自身物业公司的中小开发商的新房，可复制性不高

目前行业主流房企大多具有自己的物业公司，为其提供物业服务，但仍有大量中小开发商并没有配备相应的物业公司，因此，物业管理公司可以和市场上独立第三方的开发企业形成战略合作，承接第三方开发企业的物业管理，从而拓展管理面积规模。行业内具备代表性的绿城服务，截至2018年末，绿城服务在管面积1.7亿方，同比+23.7%；储备面积1.9亿方，同比+28.1%。绿城服务是行业内典型的依靠品质和口碑不断拓展第三方业务的物业服务公司，2013-2017年在管面积CAGR为32.9%，签约面积CAGR为30.0%，增速稳定，且截至2018年末公司储备面积1.9亿方，按照平均4年的转化速度估算，存量签约面积每年可转化为在管面积约4,800万方，对应19年在管面积增速28.2%，考虑到公司签约面积仍保持较稳定增速，管理面积增速有较强保障。另一方面，依靠品质和口碑拓展第三方管理面积的方式对于物业公司的管理和服务品质要求较高，口碑需要较长时间的市场检验，且保证服务品质必然会面临成本的上升，对于公司成本管控的要求较高，因此这种方式相对来说有一定壁垒，可复制性不高。

**图表 103、绿城服务在管面积&同比**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 104、绿城服务签约面积&同比**


资料来源：公司公告，华创证券

### 3、方式三：收并购方式增加管理面积，直接并迅速增加管理面积，但存在商誉减值等风险

除了获得兄弟企业的交付面积和第三方拓展之外，物业企业还可以通过收购存量物业公司，从而获得后者的在管面积。这种方式的优势在于，收并购对于公司服务品质没有严格的要求，只要公司资金充裕，可复制性较高；此外，收并购后对于公司在管面积的增长兑现迅速，将直接体现为当期的管理面积增长。但另一方面，在快速增加管理面积的同时，通过收购方式大量增加管理面积也存在一定风险。首先，收购可能会产生商誉，可能面临商誉减值的问题；其次，收购在带来管理面积增加的同时，由于项目管控层次不齐，也会增加管理压力，甚至会对公司的品质口碑带来一定损害。

以雅生活服务为例，2017年6月30日，绿地控股公告称，以10亿元价格出售全资子公司上海绿地物业服务有限公司100%股权给雅居乐集团，并与雅居乐物业达成战略合作，绿地未来5年每年将向雅居乐提供不高于1,000万方物业管理面积，而雅居乐收购绿地物业产生的商誉达9.19亿元。

**图表 105、部分物业公司收并购情况**

企业简称	被收购企业	收购股权比例	被收购企业的主要业务
万科物业	浙江耀江物业管理有限公司、中新苏州和乔物业服务有限公司、云南德润物业管理有限责任公司等	25%-100%	物业管理
绿城服务	温州雅园物业管理服务有限公司、吉林天顺物业服务有限公司、浙江蓝颂供应链管理有限公司、浙江绿华国际旅行社有限公司等	20%-100%	物业管理、供应链管理、教育咨询服务、教育软件开发、旅游业务、广告设计等
彩生活	武汉天宇弘物业管理有限公司、深圳市前海微生活网络服务有限公司、上海同涑物业管理有限公司等	50%-100%	物业管理、社区经济等
中海物业	中信物业服务服务有限公司等	100%	物业管理
雅生活服务	上海绿地物业服务服务有限公司、南京紫竹物	50%-100%	物业管理

	业管理股份有限公司、兰州城关物业、青岛华仁物业、哈尔滨景阳物业等		
嘉宝股份	杭州绿宇物业管理有限公司、上海真贤物业管理有限公司等	76%-80%	物业管理
远洋亿家	杭州新时代物业管理有限公司、南通乾通物业管理有限责任公司、北京百思得保洁服务有限责任公司、北京远和志尚科技服务有限公司等	30%-60%	物业管理、清洁服务、技术开发等
南都物业	上海采林物业管理有限公司等	90%	物业管理

资料来源：公司公告、中国指数研究院，华创证券

图表 106、雅生活服务收购情况

企业简称	被收购企业	收购股权比例	在管面积（万平米）	收购对价（亿元）	商誉(亿元)
雅生活服务	上海绿地物业服务 有限公司	100%	每年交付 1,000 万方	10.00	9.19
	南京紫竹物业管理 股份有限公司	51%	超 2,000 万方	2.05	1.24
	兰州城关物业	51%	合约面积逾 1,700 万方	1.48	
	青岛华仁物业	90%	570	1.34	
	哈尔滨景阳物业	92%	978	第一次收购 65% 股权，转让对价为 18 年扣非净利润 10.5 倍	

资料来源：公司公告，华创证券

#### 4、方式四：存量市场，更换物业公司产生的机会，目前尚不具备充分基础

根据我国《物业管理条例》相关规定，业主大会会有权决定选聘、解聘物业管理企业。在业主、业主大会选聘物业管理企业之前，建设单位选聘物业管理企业的，应当签订书面的前期物业服务合同。前期物业服务合同可以约定期限；但是，期限未满、业主委员会与物业管理企业签订的物业服务合同生效的，前期物业服务合同应予终止。

更换物业公司首先需要小区存在业委会；其次，需要达到“双 50”标准，即：1）人数超过 50%；2）居住面积超过 50%。目前来看，通过存量房更换物业管理公司产生的机会来发展的方式并不是主流的方式。首先，大量存量房市场释放尚不具备充分的基础，《2018 年河南省物业管理行业发展报告》显示，截至 2017 年年底，河南省物业服务企业共计在管 13,115 个服务项目，其中居住物业项目 9,031 个，全省成立业委会的小区平均占比仅在 9% 左右；其次，《2018 年中国广州城市建设与管理发展报告》显示，在广州 3,160 个住宅小区中，已成立业主组织的仅有 900 个，占比 28.5%。另外，目前新房市场仍然有较大空间，大量新房交付足以保障物业公司近几年的快速增长，因此，有能力抢占新房市场的物业公司不太会把精力和资源过多用于拓展存量房市场。

#### （二）第二阶段：物业入口变现阶段，平台化价值的变化，增值业务独特性

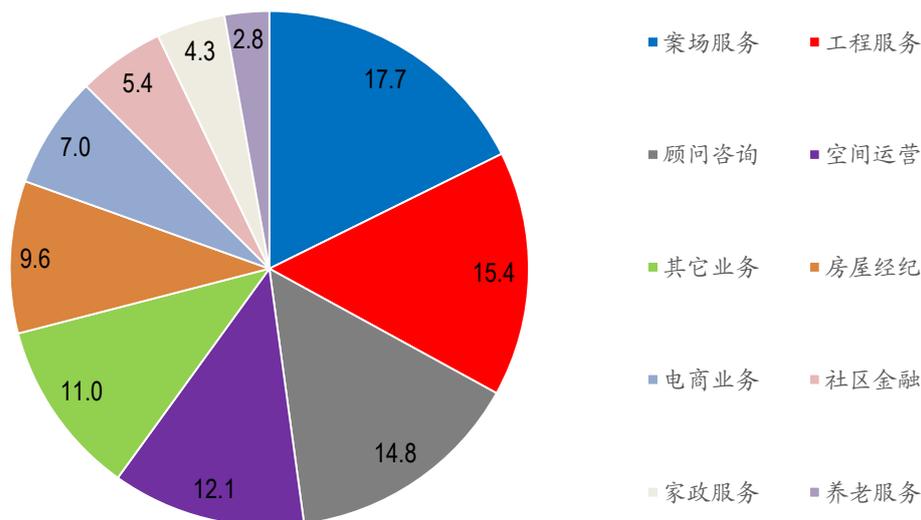
我们认为，在以扩张为核心的第一阶段完成之后，行业格局将基本定型，而增值服务由于远高于基础服务的毛利率以及多样性的发展方向，将成为物业管理后阶段盈利的关键点。此外，由于增值业务的方向非常多样化，各物

业公司或选择其中几个主要的方向作为重点的发力方向，因而在这一阶段，尽管各自扩张的格局已定型，但由于增值服务的探索方向不同，物业公司专注在各自领域拓展，并不容易出现竞争格局加剧的情况。

### 1、增值服务多样化，且具有独特性，物业公司各自聚焦某一专业领域，行业竞争格局难加剧

2017年，百强企业多种经营收入均值达1.35亿元，同比增长24.5%；百强企业增值服务收入占比18.2%，较2016年+0.9pct，增值服务净利润占比达41.7%，同比+2.4pct，隐含增值服务的利润率远高于基础服务，增值服务将是未来企业关键盈利点。结构上来看，增值服务收入中，案场服务、工程服务、空间运营、顾问咨询占比较高，分别占比17.7%、15.4%、14.8%、12.1%。可以发现，增值服务涵盖领域多种多样，包括房屋经纪、社区金融、电商业务、家政服务，甚至包含养老、早教等具备一定专业壁垒的方向，增值服务之间可能有一定协同性，但仍具有相当的独特性，我们认为物业公司很难实现对各个领域的全面覆盖，更可能发展为各自聚焦某一专业领域的格局，因而行业竞争格局较难加剧。

图表 107、2017 年百强企业多种经营业务收入构成占比



资料来源：中国指数研究院，华创证券

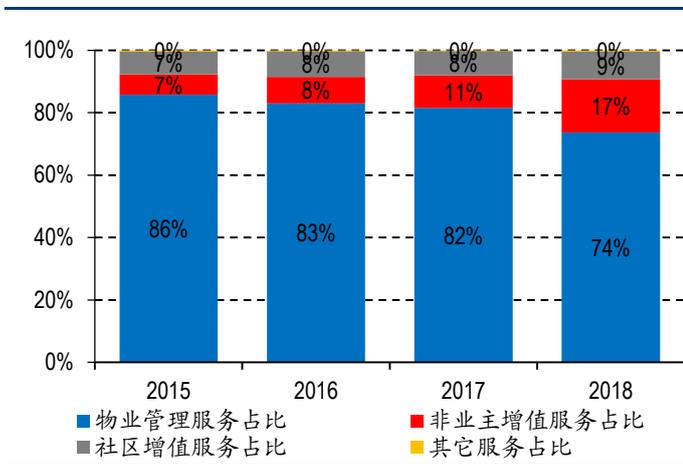
### 2、增值服务收入占比逐步提升，利润率远高于基础服务，将成为盈利关键点

随着基础服务规模扩张到一定阶段，物业公司将通过平台化的方式，将已有的流量逐步变现。以绿城服务和碧桂园服务为例，增值服务收入占比呈逐年上升趋势。2015年，碧桂园服务增值服务的收入占比14%，2016、2017年分别提升至17%、18%，2018年占比继续提升至26%；2013年，绿城服务增值服务的收入占比27%，2018年，占比已提升至34%。

此外，与基础服务劳动密集型行业属性不同，增值服务更多是依托社区的流量优势，以及平台的变现入口，进行价值变现。基础服务由于人力的限制，较难出现规模效应，而增值服务则无此限制，更容易实现规模效应。因此，增值服务的毛利率远高于基础服务。2018年，碧桂园服务的基础服务毛利率为31.9%，非业主增值服务、社区增值服务的毛利率分别为48.1%、66.1%；绿城服务基础服务毛利率为11.4%，顾问咨询服务、园区增值服务的毛利率分

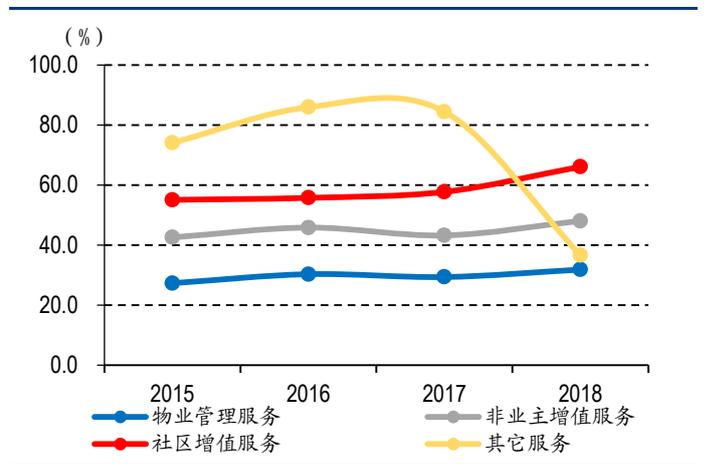
别为 38.0%、23.7%。主流物业公司增值服务的毛利率均远高于基础服务毛利率。

图表 108、碧桂园服务基础&增值服务收入占比



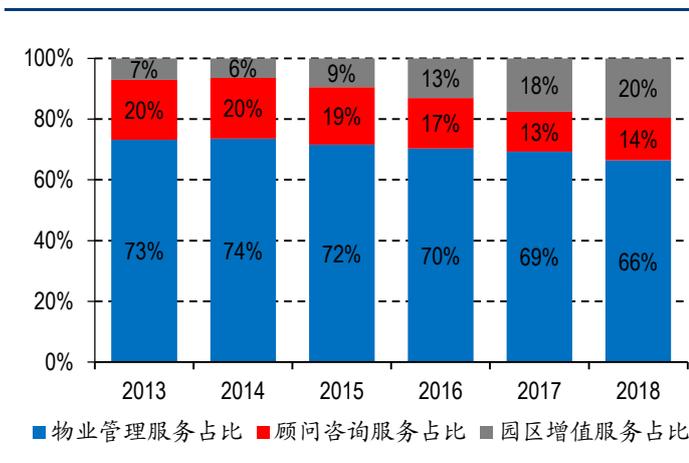
资料来源：公司公告，华创证券

图表 109、碧桂园服务基础&增值服务毛利率



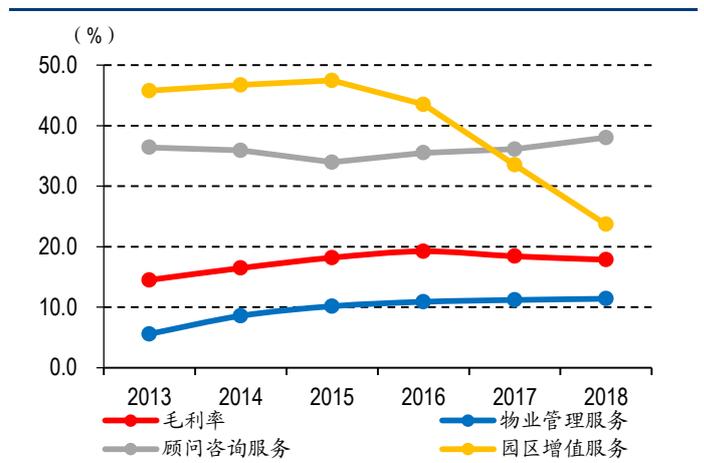
资料来源：公司公告，华创证券

图表 110、绿城服务基础&增值服务收入占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 111、绿城服务基础&增值服务毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

## 五、公司及估值分析：物管公司合理 PE20-30 倍、PEG0.68 倍，业绩增速越高应享受更高估值

### 1、背靠开发企业型优势较强、商办类型物业稀缺值得关注

主流 AH 物业管理公司主要包括背靠开发企业型、优质标杆服务型、收并购型以及商办类型的几种公司。

**1) 获取母公司交付面积扩张规模：**例如碧桂园服务（碧桂园）、新城悦（新城控股）、永升生活服务（旭辉控股集团）等，背靠集团或兄弟开发企业，在未来 3 年获得大量交付面积，实现管理面积规模高增或是行业最行之有效、确定性较强的增长方式，同时，而由于供给侧改革导致房地产开发行业的集中度大幅提升，预计也将带动物业服务行业的集中度提升。

**2) 依靠优质服务口碑获取中小开发商交付面积的物业公司：**例如绿城服务。目前行业主流房企大多具有自己的物业公司，为其提供物业服务，但仍有大量中小开发商并没有配备相应的物业公司，因此，物业管理公司可以和市场上独立第三方的开发企业形成战略合作，承接第三方开发企业的物业管理，从而拓展管理面积规模。绿城服务是行业内典型的依靠品质和口碑不断拓展第三方业务的物业服务公司，但依靠品质和口碑拓展第三方管理面积的方式对于物业公司的管理和服务品质要求较高，口碑需要较长时间的市场检验，且保证服务品质必然会面临成本的上升，对于公司成本管控的要求较高，因此这种方式相对来说有一定壁垒，可复制性不高。

**3) 通过收并购获取管理面积提升的物业公司：**例如彩生活等。除了获得兄弟企业的交付面积和第三方拓展之外，物业企业还可以通过收购存量物业公司，从而获得后者的在管面积。这种方式的优势在于，收并购对于公司服务品质没有严格的要求，只要公司资金充裕，可复制性较高。但另一方面，收购可能会产生商誉，可能面临商誉减值的问题；其次，收购在带来管理面积增加的同时，由于项目管控层次不齐，也会增加管理压力，甚至会对公司的品质口碑带来一定损害。

**4) 商办型物业管理公司：**例如中航善达，主营物业资产管理和商业物业资产的投资与经营，公司目前管理面积5,307万方。此外，中航善达于4月28日发布公告，公司拟以发行股份的方式购买招商蛇口、深圳招商地产合计持有的招商物业100%股权。交易完成以后，公司的控股股东预计变更为招商蛇口，实际控制人预计变更为招商局集团，但最终控制人仍为国务院国资委。此前，公司股东中航国际控股与招商蛇口签署了《股份转让协议》，约定向招商蛇口转让所持公司22.35%股权。考虑到国内专注中高端商办类型物业管理的上市公司稀缺，且拟收购招商物业，后者目前服务面积达7,500万方，且背靠招商局集团，若收购成功将使中航善达得以价值重估，公司值得关注。

图表 112、主流 AH 物业公司横向数据对比

公司	在管面积 (万方)	合同面积 (万方)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	市值(亿元)	PB-ttm	PB-19
彩生活	56,860	55,370	3,614	485	35	13	59	12	10
碧桂园服务	18,200	50,500	4,677	923	38	20	339	37	29
绿城服务	17,000	36,210	6,715	483	18	7	151	32	25
雅生活	15,360	24,640	3,379	801	38	24	134	17	14
中海物业	14,090	NA	3,683	352	20	10	106	31	24
嘉宝股份	6,063	NA	1,399	289	35	21	NA	NA	NA
中奥到家	5,690	1,360	1,030	96	28	9	5	5	NA
中航善达*	5,307	NA	6,656	857	20	13	81	10	NA
南都物业*	4,516	5,543	1,059	92	22	9	24	25	21
新城悦	4,290	11,220	1,150	150	29	13	46	31	20
永升生活服务	4,024	6,560	1,077	101	29	9	44	44	22
佳兆业物业	2,690	530	896	54	31	6	12	23	10
滨江服务	1,163	920	510	70	26	14	17	24	NA
祈福生活服务	962	NA	342	73	49	21	5	7	NA
浦江中国	545	NA	393	25	17	6	10	41	NA

资料来源：各公司公告，华创证券

注：1) 南都物业管理面积为签约面积5543万方，减去新签约面积1023万方估算；2) 近期中航善达与招商物业合并重组中，考虑到后续招商物业的加入之后，合计营业收入、净利润、管理面积等将分别提升至66.3亿元、3.1亿元、1.28亿方。

## 2、物管行业加速证券化，享受资本市场高估值，国内外物管公司 PE20-30 倍、PEG 约 0.68 倍

2014 年 6 月，彩生活从母公司花样年分拆上市，开启了物业管理公司上市先河。2015 年中海物业、中奥到家随之于 H 股上市；2016-17 年，绿城服务等 3 家物业公司相继上市；2018 年开始，进入物业公司上市密集期，2018 年 2 月南都物业于 A 股上市，成为首家在 A 股上市的物业公司，随后碧桂园服务、新城悦、永升生活服务等 7 家物业公司密集上市。后续仍有保利物业、嘉宝物业、招商物业等存在分拆上市的可能，物管行业正处于加速资产证券化时期，有望帮助行业龙头进一步扩张，驱动行业集中度提升。

图表 113、部分 AH 物业公司上市时间表

证券代码	证券简称	上市日期
000043.SZ	中航善达	1994-09-28
1778.HK	彩生活	2014-06-30
2669.HK	中海物业	2015-10-23
1538.HK	中奥到家	2015-11-25
2869.HK	绿城服务	2016-07-12
3686.HK	祈福生活服务	2016-11-08
1417.HK	浦江中国	2017-12-11
603506.SH	南都物业	2018-02-01
3319.HK	雅生活服务	2018-02-09
6098.HK	碧桂园服务	2018-06-19
1755.HK	新城悦	2018-11-06
2168.HK	佳兆业物业	2018-12-06
1995.HK	永升生活服务	2018-12-17
3316.HK	滨江服务	2019-03-15
3662.HK	奥园健康	2019-03-18

资料来源：Wind，华创证券

注：2016 年 12 月中航地产向保利转让房地产开发业务，此后聚焦物业资产管理业务，18 年 6 月 1 日更名中航善达。

对比海外物业公司和 AH 物业公司估值，2019Q1 末，世邦魏理仕、高力国际、First Service、仲量联行、Service Master、第一太平戴维斯的 PE 估值分别为 17.3 倍、21.0 倍、48.0 倍、11.8 倍、29.6 倍、15.4 倍，6 家海外主流物管企业平均 PE 估值为 23.9 倍，高于 7 家 AH 股主流物管公司（永升生活服务、碧桂园服务、新城悦、绿城服务、中海物业、雅生活服务、南都物业）平均 PE 估值 21.7 倍，显示物管公司 PE 估值合理区间或为 20-30 倍。

另外，我们按照未来三年业绩增速对应 PEG 来看，剔除仲量联行、Service Master、第一太平戴维斯三家公司（由于业绩增速较低致 PEG 过高），剩余 3 家主流物管公司 16 年平均 PEG 约 0.69 倍，而 19Q1 末 AH 股 7 家物业公司对应未来 3 年平均 PEG 为 0.66 倍，较海外平均水平相近，显示物管公司 PEG 合理估值约为 0.68 倍，并且鉴于上述 AH 股 7 家物管公司未来 3 年业绩 GAGR 高达 38%（Wind 一致预期），将推导出主流物管公司合理 PE 约为 26 倍，并且业绩增速越高应享受更高估值。

图表 114、AH 物业公司与海外物业公司 PE 估值对比

海外物业公司	PE (19Q1)	AH 物业公司	PE (19 年)
世邦魏理仕	17.3	永升生活服务	21.3
高力国际	21.0	新城悦	20.6
First Service	48.0	碧桂园服务	27.9
仲量联行	11.8	绿城服务	24.5
Service Master	29.6	中海物业	23.0
第一太平戴维斯	15.4	雅生活服务	13.1
6 家海外物业公司平均	23.9	南都物业	21.4
		7 家 AH 股物业公司平均	21.7

资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券

图表 115、AH 物业公司与海外物业公司 PEG 估值对比

公司	PE (16 年)	15 年归母净利润 (百万美元)	18 年归母净利润 (百万美元)	15-18 年业绩 CAGR	PEG
世邦魏理仕	20.2	547	1,063	25	0.8
高力国际	23.3	23	98	61	0.4
First Service	66.7	21	115	76	0.9
仲量联行	22.6	438	484	3	6.7
Service Master	34.3	160	(41)	(164)	(0.2)
第一太平戴维斯	14.9	64	77	6	2.5
6 家海外物业公司平均	30.4				1.8
公司	PE (19 年)	18 年归母净利润 (百万元)	21 年预期归母净利润 (百万元)	19-21 年业绩 CAGR	PEG
永升生活服务	21.3	101	478	68	0.3
新城悦	20.6	150	561	55	0.4
碧桂园服务	27.9	923	2,011	30	0.9
绿城服务	24.5	483	1,003	28	0.9
中海物业	23.0	352	697	26	0.9
雅生活服务	13.1	801	1,928	34	0.4
南都物业	21.4	92	181	25	0.8
7 家 AH 股物业公司平均	21.7			38	0.66

资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券

## 六、投资建议：朝阳行业，黄金时代，首次覆盖物管行业，给予“推荐”评级

继承我国房地产行业特色，我国物业管理行业料将呈现出一个规模大、增速高的蓝海市场，预计 2030 年末行业市场规模将高达 2 万亿元，远高于美日两国，并较目前规模有望翻番；近年来住宅销售高位稳定、竣工交付加速、物管渗透率提升等积极因素将综合推动行业进入规模爆发期，而在这大行业、小公司的格局中，房企集中度跳增和物管证券化加速等有利因素则将大幅推升物管集中度，预示着物管龙头将拥有巨大的成长空间；此外，物管行业的弱波动式稳定增长也将奠定其穿越周期的能力。我们首次覆盖物业管理行业，并给予“推荐”评级，对比国内外案例，我们认为物管公司合理 PE20-30 倍、PEG0.68 倍，并且业绩增速越高应享受更高估值，建议关注：1) 背靠母公司型的高成长物管公司：新城悦 (1755.HK)、碧桂园服务 (6098.HK)、永升生活服务 (1995.HK)；2) 商办类稀缺型物管公司：中航善达 (000043.SZ)；3) 优质服务型物管公司：绿城服务 (2869.HK)。

## 七、风险提示：社保改革降低行业盈利能力，企业并购存在商誉减值等风险。

## 房地产组团队介绍

### 组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018年金牛奖评选房地产行业第一名。

### 研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

### 研究员：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

### 助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500