

## 探究物管公司利润率之真相

——物业管理行业系列报告之二

东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- 上市物业公司利润率离散程度偏大，单独分拆上市后利润率会出现明显抬升。15家上市物业公司毛利率的平均值为28%、净利率的平均值为12%，但离散程度却非常大，净利率最低的佳兆业物业仅6%，最高的雅生活服务高达24%是佳兆业物业的4倍。物业公司单独上市后利润率明显提升，中海物业上市后毛利率由之前的5.6%跳升至12.0%，主要是由于与母公司间的关联交易会对其收入端造成影响，因此物业公司在分拆上市前的利润率水平并不能真实反映其资产质量和经营能力。
- 物业公司利润率边际变化取决于新交付项目情况。物管公司在收入端增长受限，成本端却刚性上升，因此存量项目利润率逐年下降，而利润率水平较高的新交付项目会在边际上影响物管公司整体的利润率。根据我们的模型测算，未来三年毛利率持续上升的公司为新城悦和永升生活服务；毛利率先升后降最终维持稳定的公司为绿城服务、雅生活服务。
- 中长期维度下，物业公司利润率能否维持稳定的关键在于增值服务发展情况及自身经营能力的提升。由于增值服务的利润率远高于基础物业服务，因此增值服务营收占比高的公司普遍利润率较高。目前上市物业公司增值服务营收占比最高的为雅生活服务（52%），其余公司占比区间为6%~38%。其中，更具备可持续发展的社区增值服务营收占比普遍不超过10%，占比最高的为永升生活服务（18%），增值服务发展空间广阔。经营能力上的提升能够在成本端对冲人力成本的上升，需要的是物业公司在管理制度、管控总部、科技化替代和规模化效应等方面协同发展。
- 收费模式、税率和管理业态上的差异也会对物业公司的利润率构成显著的影响。酬金制与包干制在营业收入和成本上的核算模式不同，会显著影响物业公司的利润率；部分物业公司由于高新科技企业称号，或是公司注册地的政策，享受优惠税率亦会影响净利率。但收费模式和税率差异均不能反映物业公司真实的盈利和管理能力。另外，由于商业、办公等业态的利润率高于住宅项目，这类业态管理面积占比也会对物业公司利润率造成影响。

## 投资建议与投资标的

- 未来主导行业及公司利润率的因素主要为新交付项目、增值服务占比以及经营能力上的差异。其中，新交付项目的情况将在短期起主导作用，而中长期看增值服务和经营能力将成为物管公司维持稳定利润率的重要因素。综合来看，我们看好：1) 能通过新项目交付实现利润率提升的物业公司，建议关注永升生活服务(1995, 未评级)。2) 积极发展增值服务的物业公司，建议关注绿城服务(2869, 未评级)。

## 风险提示

- 新项目交付不及预期。
- 增值服务盈利能力不及预期。
- 社保政策可能会对物业公司盈利能力造成影响。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A股

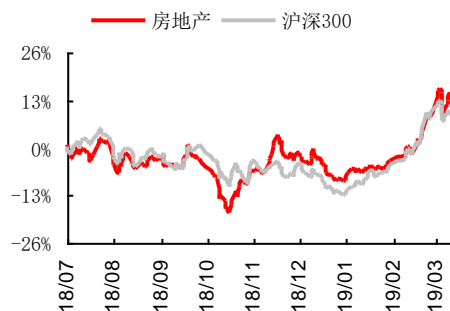
行业

房地产

报告发布日期

2019年07月02日

## 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

竺劲

021-63325888\*6084

zhujing1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060003

房诚琦

021-63325888\*6202

fangchengqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518070003

联系人

孙天一

021-63325888-4037

suntianyi1@orientsec.com.cn

马晓东

maxiaodong@orientsec.com.cn

## 目 录

<b>1 物管公司利润率差异大，分拆上市后明显抬升 .....</b>	<b>4</b>
1.1 上市物管公司利润率离散程度大 .....	4
1.2 物管公司分拆上市后利润率显著提升 .....	4
<b>2 边际看新交付项目，长期看增值服务及经营能力 .....</b>	<b>6</b>
2.1 静态影响因素：收费模式、增值服务、税率、管理业态 .....	6
2.1.1 收费模式：酬金制/包干制 .....	6
2.1.2 增值服务营收占比 .....	7
2.1.3 税率的影响 .....	11
2.1.4 管理业态差异带来的影响 .....	12
2.2 动态影响因素：新交付项目&经营管理能力 .....	12
2.2.1 新交付项目显著影响物管公司的利润率 .....	12
2.2.2 经营管理能力的提升对冲管理成本的上升 .....	15
<b>3 投资建议：看好利润率能持续提升且未来能维持稳定的公司 .....</b>	<b>16</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1：万科物业近 10 年毛利率情况.....	5
图 2：金地物业近 10 年毛利率情况.....	5
图 3：中海物业 2012 年至 2018 年利润率情况.....	6
图 4：中海物业 2013 年起营业收入及成本同比增速变化.....	6
图 5：彩生活历年毛利率变化与收费模式间的关联.....	7
图 6：增值服务垂直细分百花齐放.....	8
图 7：碧桂园服务增值业务与物管业务毛利率情况.....	9
图 8：雅生活服务增值业务与物管业务毛利率情况.....	9
图 9：永升生活服务增值业务与物管业务毛利率情况.....	9
图 10：南都物业增值业务与物管业务毛利率情况.....	9
图 11：社区增值服务毛利率高于非业主增值服务.....	10
图 12：增值服务营收占比对利润率的影响.....	11
图 13：2017 年各业态物业的物业费情况（单位：元/平/月）.....	12
图 14：物管公司毛利率预测模型框架.....	14
图 15：物业百强营业成本均值逐年上升.....	15
图 16：物业百强人力成本占比维持在 70%以上.....	15
图 17：典型公司与百强平均人均管理面积对比.....	16
表 1：上市物管公司利润率情况.....	4
表 2：酬金制&包干制模式比较.....	6
表 3：典型物业公司增值服务营收占比情况.....	10
表 4：碧桂园服务 2017 年所得税率对净利率影响测算.....	11
表 5：典型物管公司在管面积预测.....	13
表 6：典型物管公司物业管理业务的毛利率预测.....	14
表 7：上市物业公司估值表.....	16

## 1 物管公司利润率差异大，分拆上市后明显抬升

物业管理行业虽然目前被视为房地产行业的细分领域，但其本质却是服务性行业。作为典型的服务行业的基础物业管理业务，其收入端即收缴的物业管理费，其成本端则是人力成本、办公场地租赁费、材料成本等，因此利润率的弹性空间理应并不大。但通过观察已上市的物管公司的财报后却发现实际情况与常识感知有较大的差异，作为财务数据透明且可信的上市公司，利润率出现了较大的方差，我们尝试对这一现象进行解释。

### 1.1 上市物管公司利润率离散程度大

**上市物业公司平均净利润率 12%，但离散程度偏大。**截止至报告日，在上海交易所、深圳交易所和香港交易所三处挂牌上市的物业公司共计 15 家，15 家上市物业公司毛利率的平均值为 28%、净利率的平均值为 12%，但利润率的离散程度却非常大，净利率最低的佳兆业物业仅 6%，最高的雅生活服务高达 24% 是佳兆业物业的 4 倍。净利率超过 20% 的有 2 家，超过 10% 的还有 5 家。而根据行业的平均水平来看，采用包干制的基础物业服务的净利率合理区间约为 8~10%，目前来看超过一半的上市物业企业的利润率高于这一区间。

**表 1：上市物管公司利润率情况**

公司名称	公司代码	上市地	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	毛利率	净利率
绿城服务	2869.HK	香港	67.1	4.8	18%	7%
碧桂园服务	6098.HK	香港	46.8	9.2	38%	20%
中海物业	2669.HK	香港	41.5	4.0	20%	10%
彩生活	1778.HK	香港	36.1	4.9	35%	13%
雅生活服务	3319.HK	香港	33.8	8.0	38%	24%
新城悦	1755.HK	香港	11.5	1.5	29%	13%
永升生活服务	1995.HK	香港	10.8	1.0	29%	9%
南都物业	603506.SH	上海	10.6	0.9	22%	9%
中奥到家	1538.HK	香港	10.2	1.0	28%	9%
佳兆业物业	2168.HK	香港	9.0	0.5	31%	6%
奥园健康	3662.HK	香港	6.2	0.8	34%	13%
滨江服务	3316.HK	香港	5.1	0.7	26%	14%
浦江中国	1417.HK	香港	3.9	0.3	17%	6%
祈福生活服务	3686.HK	香港	3.4	0.7	49%	21%
中航善达	000043.SZ	深圳	37.2	1.6	10%	4%

数据来源：Wind、东方证券研究所

注 1：营业收入、净利润数据来源均为 2018 年年报。

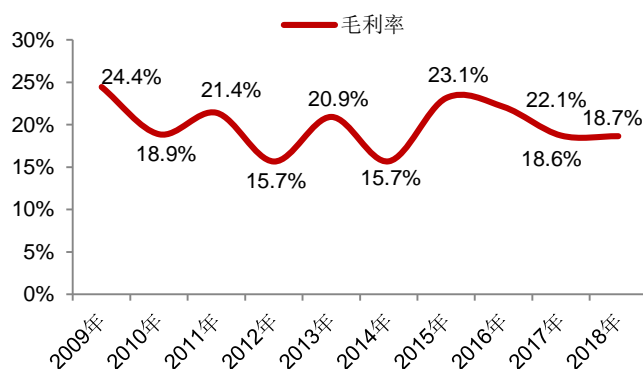
2、中航善达的营业收入、净利润均为物业子业务的数据。

### 1.2 物管公司分拆上市后利润率显著提升

物业公司的利润率还有第二个特点,即物业公司在作为开发商的子公司时,利润率波动的幅度较大,且大多远低于上市物业公司的利润率水平。其原因在于物业公司作为房企子公司时,或多或少会受到关联交易而影响到收入,甚至会充当一定的成本中心的职能,而物业公司的营收和利润较地产业务而言量级太小,所以不可避免出现较大的波动。

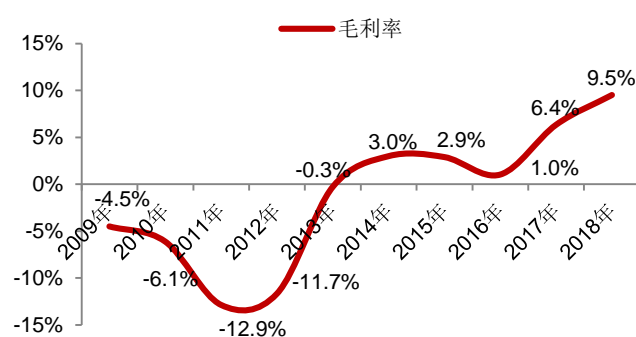
以万科物业和金地物业为例。我们计算了金地物业近 10 年的毛利率,毛利率的波动幅度非常大,2013 年之前甚至始终处于亏损的状态,2014 年后的毛利率也基本维持在 5% 以下,远低于上市物业公司 29% 的平均毛利率。再看行业绝对龙头万科物业,万科物业已在万科内部独立运营多年,早已摆脱成本中心的职能,但或多或少会受到关联交易的影响,毛利率出现多次剧烈的波动,2015 年的毛利率较 2014 年的 15.7% 上升了 7.4 个百分点至 23.1%。

图 1: 万科物业近 10 年毛利率情况



资料来源: 公司年报、东方证券研究所

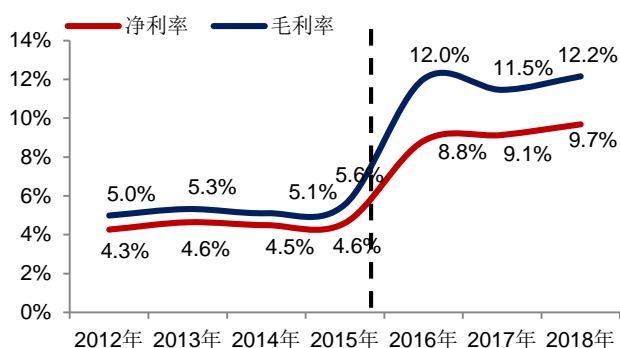
图 2: 金地物业近 10 年毛利率情况



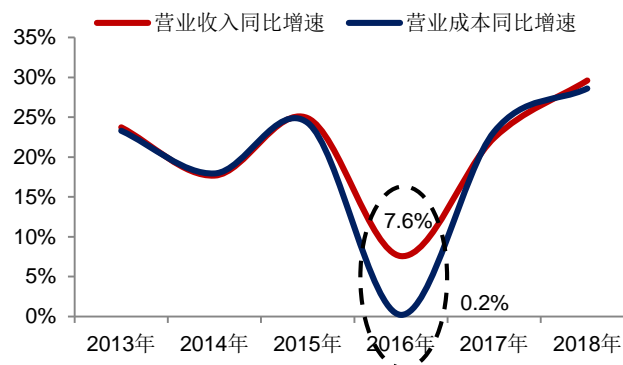
资料来源: 公司年报、东方证券研究所

正是由于与地产母公司间的种种羁绊,给物业公司的利润率带来了较大影响,所以当物业公司单独分拆上市后,利润率会出现明显的抬升,迅速恢复至行业平均水平并稳定在这一水平上。我们以上市时间较长的中海物业为例,选取其 2012 年至 2018 年的利润率情况,可以发现在其上市前(2015 年 10 月 23 日上市)的 2012~2015 年,毛利率稳定在 5.0%~5.6%,净利率稳定在 4.3%~4.6%。但上市后的 2016 财年数据却发生了明显的突变,毛利率跳升至 12.0%,净利率跳升至 8.8%,之后几年也能大致稳定在这一水平。

总之,由于母子公司间的关联交易对物业公司的影响,其在分拆上市前的利润率水平并不能真实反映物业公司的资产质量和经营能力,因此招商物业 2018 年的 5.1% 的净利率目前来看也没有太大的参考意义,物业公司上市后的利润率才具有真正的研究和分析价值。

**图 3：中海物业 2012 年至 2018 年利润率情况**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

**图 4：中海物业 2013 年起营业收入及成本同比增速变化**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

## 2 边际看新交付项目，长期看增值服务及经营能力

影响物业公司利润率的因素很多，我们认为未来主导行业及公司利润率的因素主要为新交付项目、增值服务占比以及经营能力上的差异。其中，新交付项目的情况将在短期起主导作用，而中长期看增值服务和经营能力将成为物管公司维持稳定利润率的重要因素。

### 2.1 静态影响因素：收费模式、增值服务、税率、管理业态

#### 2.1.1 收费模式：酬金制/包干制

酬金制与包干制由于在营业收入和成本上的核算模式不同，会显著影响物业管理业务的毛利率。采用包干制的项目，物业费收入全部计入营业收入，项目产生的成本则计入营业成本，因此对应的毛利率水平相对较低。而采用酬金制的项目，则只将与业委会约定比例的酬金计入营业收入，理论上没有营业成本，因此对应的毛利率非常高。但两种收费模式带来的毛利率的差异仅仅体现在记账上，并不反映项目真实的盈利能力和物业公司管理能力上的差异。

**表 2：酬金制&包干制模式比较**

	包干制	酬金制
定义	由业主向物业公司支付固定费用，物业公司自负盈亏。	在预收的物业费中按约定比例或数额提取酬金支付给物业公司，其余全部用于物业服务合同约定的支出，业主委员会自负盈亏。
特点	1) 易于操作； 2) 强化成本意识，利于企业集约经营，但可能降低服务质量； 3) 物业费使用不透明。	1) 体现业主主体地位，利于对物业公司的监管； 2) 财务透明； 3) 需要专业化的业委会，增加监管成本； 4) 物业公司缺乏提高服务质量的激励。
物业公司	“包干统筹，自负盈亏”：有效激励：可通过加强内部管理，获得更高的利润率。	“代收代缴，收入固定”：保障收益，其余支出均需在服务合同中列支。“酬金”对应物业公司的营业收入

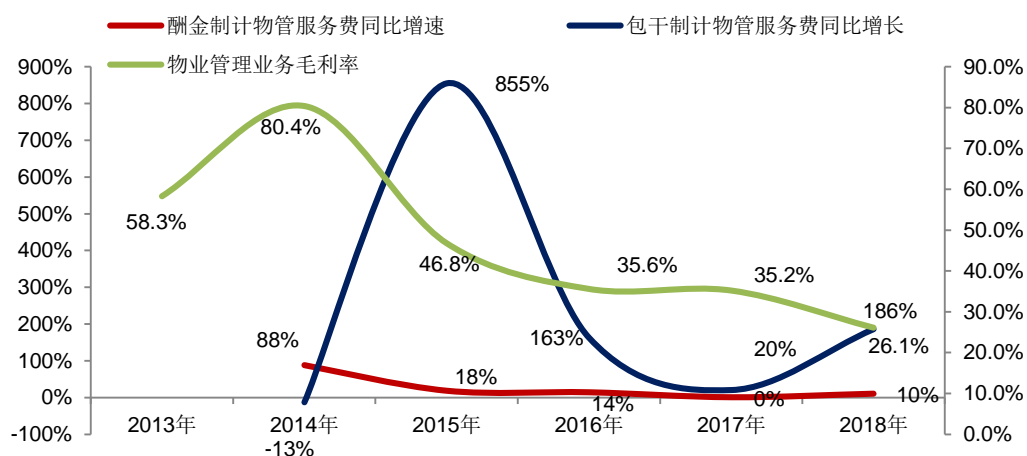
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

入，因此仅对此部分缴纳税收。

数据来源：东方证券研究所

彩生活历年的物业管理业务毛利率波动幅度较大,主要的原因就在于其管理项目中同时存在酬金制和包干制两种模式,当其中一种收费模式对应的收入出现大幅变动时,就会影响其当年的毛利率。彩生活物管业务毛利率的首次突变发生于2014年,当年酬金制计的物业管理费收入同比增长88%,造成当年毛利率上升了22个百分点至80.4%。2015年由于前期收购的开元国际物业项目开始并表,按包干制计的管理面积由2014年的约30万方大幅增加至2120万方,按包干制计的物业服务费收入也由2014年的0.3亿元大幅增长855%至2015年的2.9亿元,造成同年物业管理业务的毛利率也随之大幅滑落至46.8%,较2014年下降了34个百分点。同样的情况再次发生于2018年,由于收购的万象美项目开始并表,按包干制计的物业服务费收入同比增长186%,当年的毛利率再次下降9个百分点至26.1%。由此可以发现,不同的收费模式会给物业公司的毛利率造成较大的影响。

图5：彩生活历年毛利率变化与收费模式间的关联

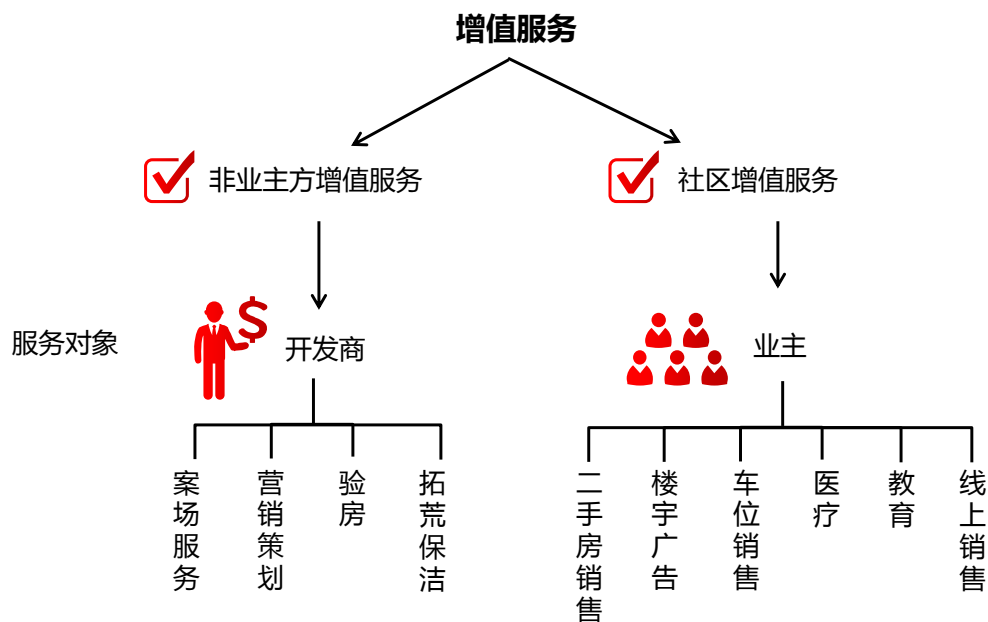


资料来源：公司年报、东方证券研究所

### 2.1.2 增值服务营收占比

物业公司的增值服务主要包含两大类：非业主方增值服务和社区增值服务。非业主方增值服务主要的服务对象是开发商，内容包含项目前期营销、售楼处的物业服务、配合交房工作等。社区增值服务的对象是在管项目的业主，内容包括二手楼的中介服务、车位销售、线上商品销售、楼宇广告等等，百花齐放，此处篇幅有限不一一展开。

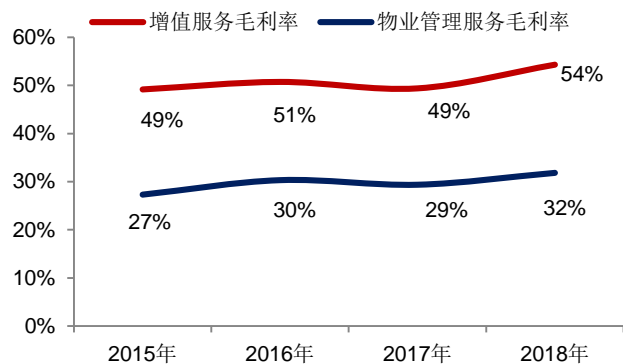
图 6：增值服务垂直细分百花齐放



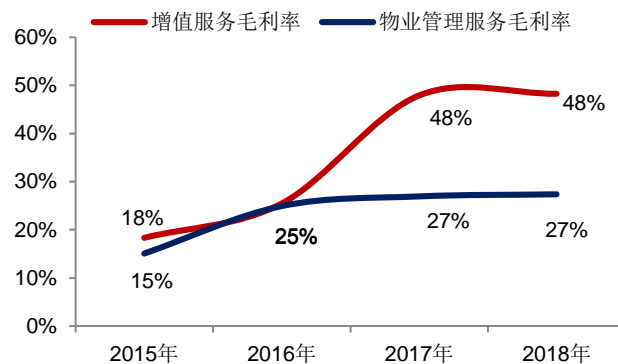
资料来源：东方证券研究所

**增值服务利润率远高于基础物业服务。**增值服务不同于普通物管服务，在一定程度上可以摆脱人力的桎梏，因此无论是对业主还是非业主方的增值服务，其利润率会普遍高于基础物管服务。我们选取了 4 家典型的上市物业公司（碧桂园服务、雅生活服务、永升生活服务和南都物业），增值服务的毛利率范围为 42%-67%，而其基础物管毛利率范围仅为 19%-32%。

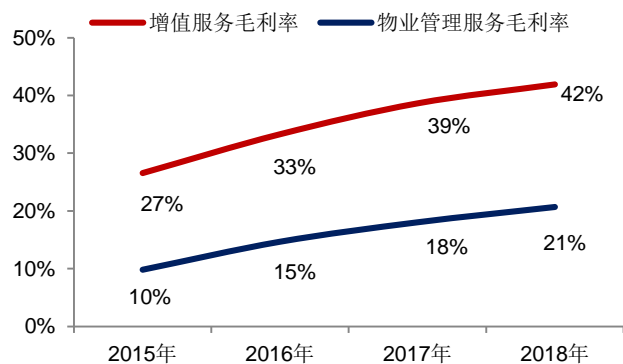


**图 7：碧桂园服务增值业务与物管业务毛利率情况**


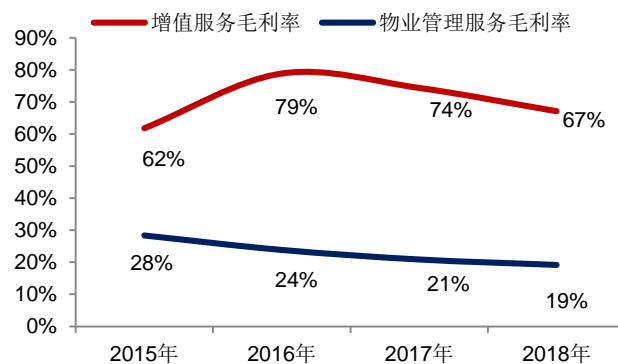
资料来源：公司年报、东方证券研究所

**图 8：雅生活服务增值业务与物管业务毛利率情况**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

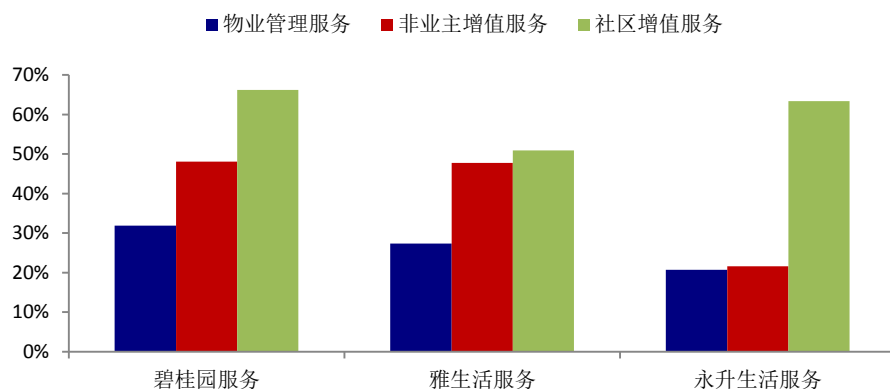
**图 9：永升生活服务增值业务与物管业务毛利率情况**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

**图 10：南都物业增值业务与物管业务毛利率情况**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

增值服务中，社区增值服务的毛利率又高于非业主增值服务。以碧桂园服务、雅生活服务和永升生活服务为例可以发现，其社区增值服务的毛利率分别为 66%/51%/63%，高于非业主方增值服务 48%/48%/22%的毛利率。原因在于社区增值服务对于人力的依赖程度更低，因此往往拥有更高的毛利率水平。

**图 11：社区增值服务毛利率高于非业主增值服务**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

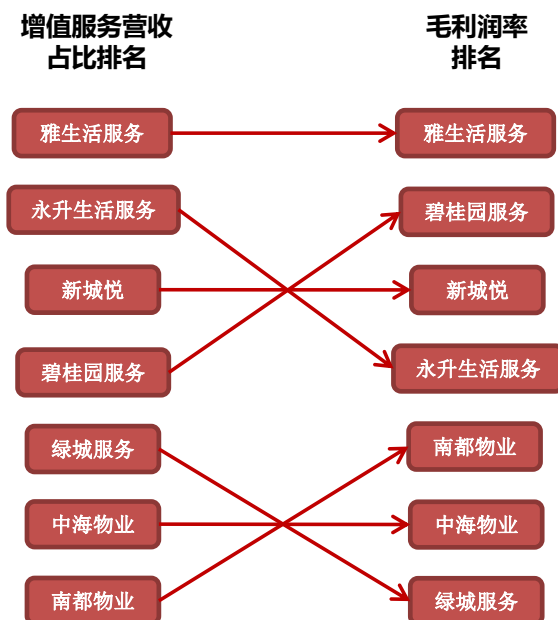
**增值服务营收占比与公司利润率水平具有高度相关性。**我们选取了 8 家披露了详细信息的物业公司，将其增值服务业务在总营收中的占比进行了排序，可以发现两个结论：1) 大多数物业公司的增值服务营收占比并不高，但呈现逐年提升的趋势；2) 典型物业公司的增值服务营收占比与其净利率排名的关联度非常高，雅生活居首；永升生活服务、新城悦和碧桂园服务组成第二梯队；绿城服务、南都物业和中海物业形成第三梯队。由于还有其他因素影响净利率，因此我们认为两类排名相差 2 位之内的可以视作基本匹配。

**表 3：典型物业公司增值服务营收占比情况**

公司	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
雅生活服务	26%	21%	32%	52%
永升生活服务	37%	38%	35%	38%
新城悦	27%	30%	35%	36%
碧桂园服务	14%	17%	18%	26%
彩生活	13%	12%	17%	11%
中海物业	7%	9%	8%	10%
绿城服务	9%	13%	18%	9%
南都物业	4%	6%	6%	6%

数据来源：Wind、东方证券研究所

图 12：增值服务营收占比对利润率的影响



资料来源：公司年报、东方证券研究所

### 2.1.3 税率的影响

所得税是物业公司的主要税负，因此所得税率也会对物业公司的利润率造成一定影响。一般来说，物业公司的所得税率为 25%，但部分公司的下属子公司通过获得高新技术企业称号，或是公司注册地的政策，可以享受优惠税率。例如碧桂园服务下属的全资子公司广东碧桂园物业服务股份有限公司于 2017 年获评高新技术企业，可于 2017 年 1 月 1 日~2019 年 12 月 31 日享受 15% 的优惠税率；又如新城悦和雅生活服务，注册地分别为西藏和珠海横琴，也由于当地政策享受 15% 的优惠税率。

我们以碧桂园服务 2017 财年数据为例，来量化所得税对净利率的影响。根据碧桂园服务 2018 年年报财务附注披露的信息，由于公司在 2017 年年报中并未考虑所得税的减免，在 2018 年进行了拨回，2017 年的税收优惠金额为 5830.9 万元。在未考虑所得税减免时，公司 2017 年内的所得税率为 27.6%，净利率为 14.1%；而考虑了所得税的减免后，公司所得税率下降至 18.0%，净利率提升至 16.0%，提升的幅度明显，说明所得税率对于物业公司的利润率水平也有较大的影响。

表 4：碧桂园服务 2017 年所得税率对净利率影响测算

2017 年	不考虑税收减免	考虑税收减免
营业收入（亿元）	31.2	31.2
税前利润（亿元）	6.1	6.1
税收减免额（亿元）	-	0.6
所得税（亿元）	1.7	1.1

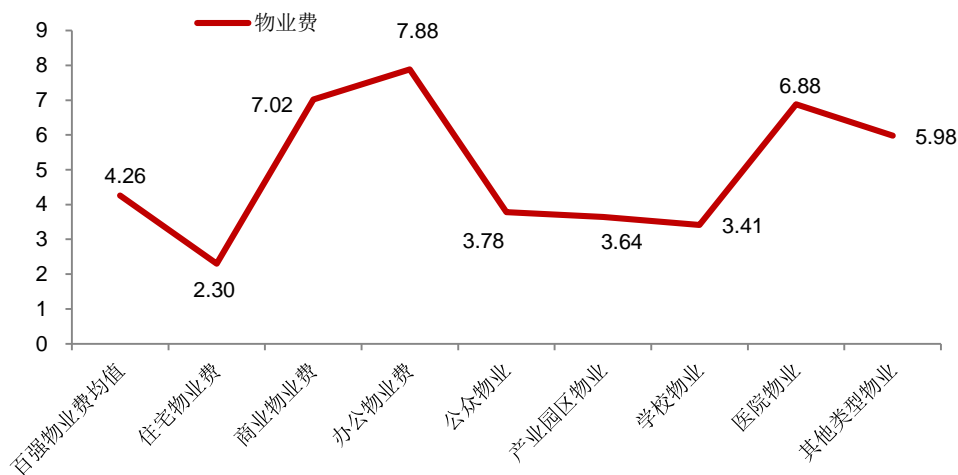
所得税率	27.6%	18.0%
净利润（亿元）	4.4	4.4
净利率	14.1%	16.0%

数据来源：Wind，东方证券研究所

### 2.1.4 管理业态差异带来的影响

管理项目业态的差异也会对物管公司的利润率造成影响。根据中国指数研究院的《物业百强报告》数据，2017年百强物业费均值为4.26元/平/月，分业态看住宅物业最低仅2.30元/平/月，办公物业最高7.88元/平/月，商业物业其次7.02元/平/月，医院物业6.88元/平/月。虽然商业、办公、医院等业态的物业管理较住宅项目的专业化程度更高，成本较住宅业态也会略高，但总体而言这类业态的物业利润率会明显高于住宅项目。因此物管公司在管面积中，商业、办公等业态的管理面积越大，其利润率水平也会相应越高。

图 13：2017 年各业态物业的物业费情况（单位：元/平/月）



资料来源：中指院、东方证券研究所

## 2.2 动态影响因素：新交付项目&经营管理能力

### 2.2.1 新交付项目显著影响物管公司的利润率

存量项目随管理年限增加利润率逐年下滑，新交付项目能提升平均利润率。由于当前物管费用仍较难浮动，物管公司在收入端增长受限，但随着人力成本的影响在成本端却是刚性上升的，因此存量项目均面临利润率逐年下降的局面。根据行业的平均情况，采用包干制收费模式的项目，管理年限10年以上的项目毛利率约10%~15%；管理年限5~10年的项目毛利率约20%~25%；管理年限小于5年的项目毛利率约30%~35%，因此利润率水平较高的新交付项目会在边际上影响物管公司整体的利润率。

我们选取了 7 家典型的物管公司，对其未来 3 年的毛利率进行预测。我们作出如下假设：

- 1) 存量项目的毛利率每年递减 2 个百分点；
- 2) 不考虑大型收并购，且假设储备面积会在未来 3 年内逐步转换成在管面积；
- 3) 由于当年新增项目并表时间不等，近似按 6 个月考虑；
- 4) 退出面积为前一年在管面积的 1%；
- 5) 平均物管费、新交付物管费、新交付项目毛利率按照行业均值或调研数据估算，实际以公司公告数据为准。

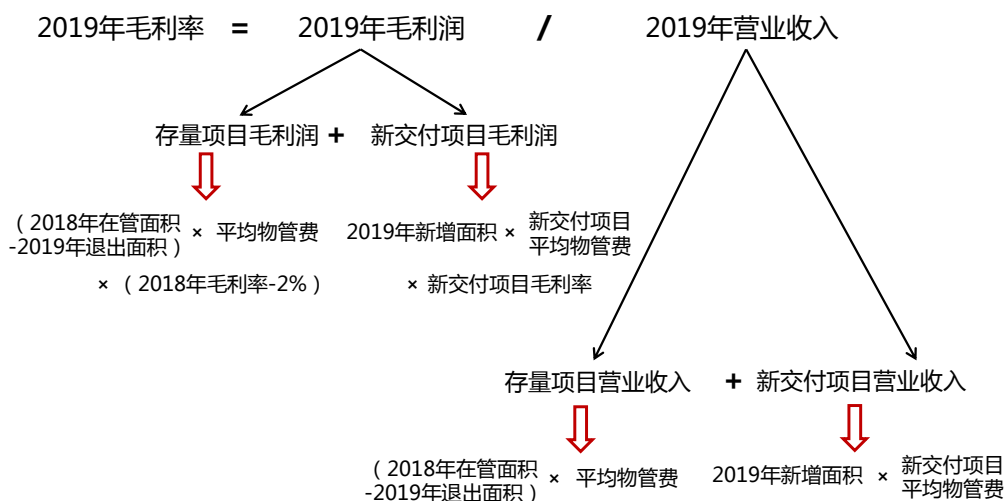
**表 5：典型物管公司在管面积预测**

公司名称	合约面积 (亿平)	在管面积 (亿平)	储备面积 (亿平)	预计年新增合约 面积 (亿平)	在管面积 (亿平)		
					2019E	2020E	2021E
绿城服务	3.63	1.70	1.92	0.20	2.33	3.02	3.77
碧桂园服务	5.05	1.82	3.24	0.30	2.88	4.04	5.30
彩生活	5.54	3.63	1.91	0.20	4.23	4.90	5.63
雅生活服务	2.30	1.38	0.92	0.20	1.67	2.03	2.46
新城悦	1.12	0.43	0.69	0.30	0.66	0.98	1.41
永升生活服务	0.66	0.40	0.25	0.30	0.48	0.66	0.94
南都物业	0.55	0.45	0.10	0.10	0.48	0.54	0.64

数据来源：Wind、东方证券研究所

注：合约面积、在管面积数据来源均为 2018 年年报。

我们的预测框架如下图所示，以 2019 年为例，利润和营收都包含存量项目及新交付项目两大部分。收入的核心计算公式=管理面积\*物管费，其中新增面积既考虑了当前储备面积的转化也考虑了 2019 年新签约面积的转化。利润的核心计算公式=管理面积\*物管费\*毛利率，其中存量项目额外考虑了退出面积和毛利率的逐年递减。

**图 14：物管公司毛利率预测模型框架**


资料来源：东方证券研究所

根据我们的模型，预测了 7 家典型物业公司未来 3 年的物管业务毛利率情况，发现新交付项目与毛利率有较强的相关性，且可以根据毛利率的变化将物管公司分为几大类型。

- 1) 毛利率持续上升：**代表公司为新城悦、永升生活服务，这类公司通常需要满足两个条件，首先当前在管面积体量不大，第二拥有丰富的储备面积，且储备面积大于在管面积，持续的新交付项目拉升毛利率。
- 2) 毛利率先升后降最终维持稳定：**代表公司为绿城服务、雅生活服务，这类公司的特征是当前已拥有相当规模的在管面积，储备面积也接近在管面积的规模，由于在管面积的体量较大，新交付项目带来的利润率提升效应边际递减，最终出现向下的拐点。
- 3) 毛利率逐年下降但降幅收敛或最终维持稳定：**代表公司为碧桂园服务、彩生活和南都物业，其中碧桂园服务和彩生活均由于当前在管面积体量非常大，新交付项目对利润率的边际影响已过拐点，因此毛利率会缓慢下降但降幅收窄。而南都物业则是由于新交付项目的体量较小，对利润率的边际影响不足。

总的来说，中等体量公司（在管面积不到 1 亿平）的利润率对于新交付情况最为敏感，随着管理体量的上升，对新交付项目的敏感程度逐步递减。

**表 6：典型物管公司物业管理业务的毛利率预测**

公司名称	平均物管费 (元/平/月)	新项目物管费 (元/平/月)	新交付项目毛利率	营业收入 (亿元) 2018A	营业收入 (亿元) 2019E	营业收入 (亿元) 2020E	营业收入 (亿元) 2021E	毛利率 2018A	毛利率 2019E	毛利率 2019E	毛利率 2019E
绿城服务	3.20	3.50	30.0%	51.8	65.2	80.1	96.3	11.4%	13.6%	13.2%	12.9%
碧桂园	2.05	2.40	35.0%	34.5	50.0	67.0	85.4	31.8%	31.4%	31.2%	31.0%

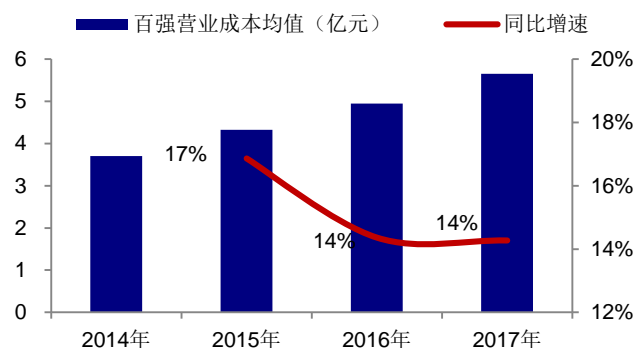
服务											
彩生活	1.80	2.00	30.0%	30.6	38.3	46.7	55.9	26.1%	25.3%	25.2%	25.1%
雅生活服务	3.00	3.30	35.0%	16.2	22.3	29.7	38.4	27.4%	28.0%	27.8%	27.5%
新城悦	1.80	2.20	35.0%	7.3	10.4	14.7	20.4	27.8%	28.5%	28.5%	28.4%
永升生活服务	2.60	2.80	35.0%	6.7	8.1	11.2	16.0	20.7%	21.6%	23.2%	23.6%
南都物业	2.20	2.40	35.0%	9.7	10.2	10.7	11.4	19.2%	18.1%	18.0%	18.4%

数据来源：Wind、东方证券研究所

### 2.2.2 经营管理能力的提升对冲管理成本的上升

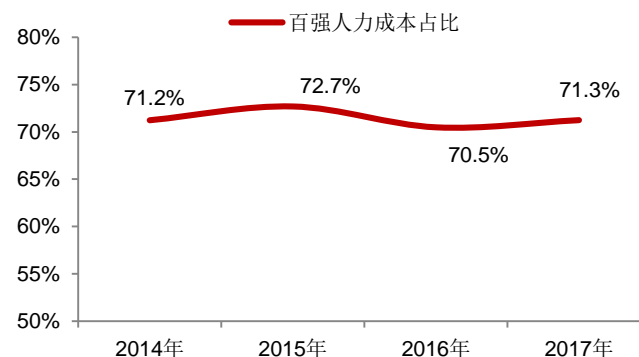
正如上文中所述，基础物业服务中收入端增长受限，成本端由于人力成本刚性上升而造成利润率逐年下降。根据中国指数研究院的《物业百强报告》数据，人力成本（包含外包的保安、保洁服务等）在营业成本中的占比始终维持在 70% 以上，2017 年为 71.3%。同时，百强物管公司的营业成本均值逐年提升，2017 年达到 5.7 亿元，2015~2017 年的同比增速分别为 17%/14%/14%。

图 15：物业百强营业成本均值逐年上升



资料来源：中指院、东方证券研究所

图 16：物业百强人力成本占比维持在 70% 以上

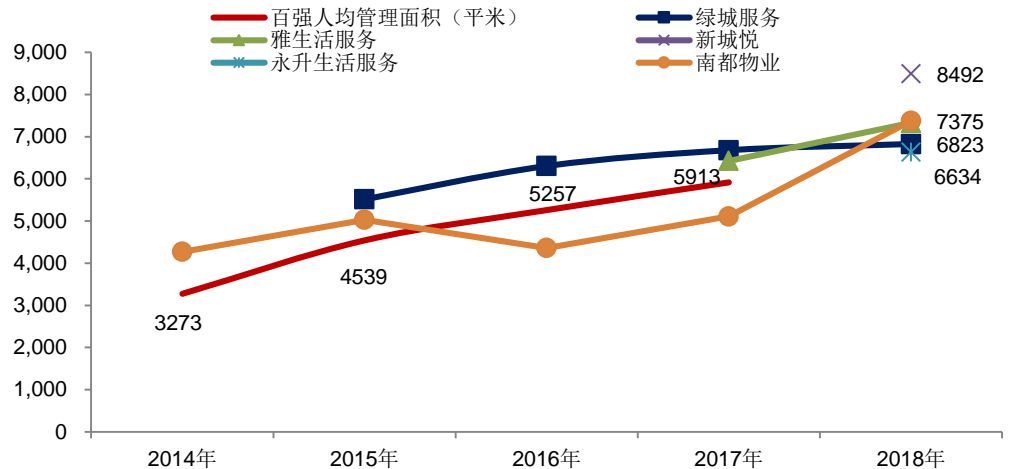


资料来源：中指院、东方证券研究所

经营能力上的差异会影响成本端，进而影响物管公司的利润率，龙头物管公司经营能力优于行业百强平均。物管行业目前仍为人力密集型的行业，因此经营能力很大程度上指的就是员工的管理效率，可以落实到人均管理面积这一指标来量化。我们选取了 5 家典型公司的数据，2017 年行业百强的人均管理面积为 5913 平/人，同期绿城服务的人均管理面积为 6677 平/人、雅生活服务为 6425 平/人均高于百强平均。2018 年我们选取的 5 家典型公司人均管理面积最小值为 6634 平/人（永升生活服务），最高值为 8492 平/人（新城悦）。可以发现，龙头物管公司在人均管理面积上拥有较大的优势，经营能力上的优势是完备的管理制度、强大的管控总部、对于科技化智能化研发上的不断

投入和项目布局密度产生的规模化效应等因素综合作用而形成的，其对利润率的影响也是“润物细无声”的。

图 17：典型公司与百强平均人均管理面积对比



资料来源：中指院、公司年报、东方证券研究所

### 3 投资建议：看好利润率能持续提升且未来能维持稳定的公司

前文新交付项目对物业公司利润率影响的分析中，归纳的三大类型其实就是对应了物业公司及行业发展的三大阶段：1) 在管面积规模小，大量新项目项目陆续交付，利润率持续提升；2) 已拥有相当规模的在管面积，新交付项目带来的利润率提升效应边际递减，最终出现拐点；3) 新交付项目的边际影响无法抵消存量项目利润率的下降，整体利润率会缓慢下降。总的来说，未来行业及公司的利润率特征将表现为持续上升经历拐点后下降，之后降幅收窄并维持稳定。

利润率进入下降周期后，就需要增值服务和经营能力的提升来对冲，因此最终物业公司的利润率能否维持稳定，就要看其在增值服务及管理经营的内功修炼上火候如何了。

综合来看，我们看好：1) 能通过新项目交付实现利润率提升的物业公司，建议关注永升生活服务。2) 积极发展增值服务的物业公司，建议关注绿城服务。

表 7：上市物业公司估值表

公司名称	公司代码	2019/7/2		EPS				PE (2019E)	2019-21 年业绩 CAGR	PEG
		市值 (亿元)	股价 (港元)	2018A	2019E	2020E	2021E			
绿城服务	2869.HK	154	5.64	0.17	0.22	0.28	0.37	25	29%	0.9
碧桂园服务	6098.HK	424	16.03	0.37	0.45	0.59	0.78	35	28%	1.2
中海物业	2669.HK	118	3.47	0.12	0.16	0.20	0.24	23	26%	0.9
彩生活	1778.HK	61	4.71	0.38	0.46	0.56	0.65	10	20%	0.5

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



雅生活服务	3319.HK	155	13.46	0.62	0.74	0.96	1.45	18	33%	0.5
新城悦	1755.HK	61	8.60	0.24	0.29	0.42	0.65	29	40%	0.7
永升生活服务	1995.HK	46	3.44	0.09	0.13	0.21	0.31	26	51%	0.5
南都物业	603506.S H	27	17.39	0.89	0.82	1.02	1.27	22	13%	1.7
中奥到家	1538.HK	5	0.66	0.12	-	-	-	-	-	-
佳兆业物业	2168.HK	16	12.90	0.50	1.01	1.26	0.00	13	-	-
奥园健康	3662.HK	29	4.57	-	0.18	0.29	0.40	25	-	-
滨江服务	3316.HK	18	7.29	0.35	-	-	-	-	-	-
浦江中国	1417.HK	10	2.34	0.06	-	-	-	-	-	-
祈福生活服务	3686.HK	5	0.62	0.07	-	-	-	-	-	-
中航善达	000043.S Z	84	12.38	1.28	-	-	-	-	-	-

数据来源：Wind、东方证券研究所

注1：南都物业和中航善达的股价单位为人民币元。

## 风险提示

**新项目交付不及预期。**受开发商竣工周期延长影响，储备项目的交付进度可能会低于预期。

**增值服务盈利能力不及预期。**当前增值服务大多仍处于孵化和探索盈利模式阶段，未来存在盈利能力不及预期的可能。

**社保政策可能会对物业公司盈利能力造成影响。**物业公司作为人员密集型行业，员工薪酬开支占营业成本的比重较高，社保缴费率的变动可能会对物业公司的盈利情况造成影响。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

