

因时而动，因地制宜：国际物管龙头的发展之路



核心观点

- 回顾国际物管龙头数十年的发展历程，我们总结出三大规律。第一，物业行业规模效应弱，较难形成寡头型市场格局，以竞争型格局为主。美国、欧洲、日本物业设施管理市场中，最大龙头的市占率分别为 4.8%、5.8%、7.5%；第二，国际物管龙头对住宅物业管理收入依赖程度低，形成了全设施综合服务的特点。原因在于：1) 住宅面积规模较小，住宅物业管理收入规模较小。2) 国外居住形态以开放式街区为主，较少形成高密度集中式小区。第三，国际物管龙头都选取了内生加外延的发展策略，收并购在龙头崛起过程中有着举足轻重的作用。
- 国际龙头通过横向多元化发展，形成了综合设施管理服务商，典型企业包括法国的索迪斯 (Sodexo) 和日本的永旺永乐 (AEON DELIGHT)。物管企业横向多元化指面向各种业态的物业提供全环境、全设施、全生命周期的多元服务，为物业使用方带来更好的空间使用体验。综合设施管理服务商的形成，通常先建立单点优势业务，再通过并购拓展新业务板块并展开全球布局。索迪斯从法国的企业团餐业务起家，现已发展为高度多元化的全球综合设施管理服务商龙头。永旺永乐从商场保洁服务开始发展，现已形成涵盖操作领域与管理领域的经营模式，成为从日本走向国际的优秀综合设施管理服务商。
- 国际龙头通过纵向一体化发展，形成不动产整体解决方案提供商，典型企业包括美国的世邦魏理仕和仲量联行。物管企业的纵向一体化指覆盖不动产交易、管理、咨询、投资全产业链。不动产整体解决方案提供商的形成，通常从不动产产业链的某一环节切入，发展成优势业务后，再通过并购延伸至产业链其他环节和进入国际市场。世邦魏理仕和仲量联行均是从交易环节切入，通过并购持续向不动产全产业链延伸并完成全球布局。历经数十年发展，两家公司均已具备给全球各类客户提供不动产整体解决方案的卓越能力。
- 国内第三方物管企业可选择横向多元化策略突围，开发商系物管企业则可灵活选择。随着房地行业的集中度持续提升，以及头部开发商对物管的日益重视，第三方物管企业项目获取难度增大，整合长尾开发商的老旧项目则面临盈利压力。因此，选择聚焦发展优势业务，借力资本，着力开拓非居市场，不失为一条可行的突围之路。开发商系的物管企业则具备更大灵活抉择的空间，借助开发商的支持，进可根据开发商资产禀赋选择横向多元化或纵向一体化策略，退可固守住宅市场，依靠面积红利发展。

投资建议与投资标的

- 国内物管行业正处在方兴未艾的阶段。借鉴国际物管龙头发展规律，我们认为，1) 开发商系的物管企业攻守兼备，既能在纵横两个维度发展，又可享受面积红利。建议关注中航善达(000043, 未评级)、碧桂园服务(6098, 未评级)、永升生活服务(1995, 未评级)；2) 第三方物管企业可通过横向多元化成为综合设施管理服务商突围，建议关注绿城服务(2869, 未评级)、南都物业(603506, 未评级)。

风险提示

- 非市场化定价；人力成本上升。
- 多元化业务探索失败。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

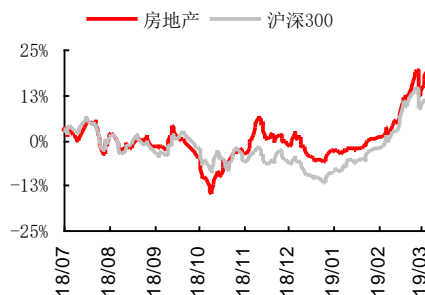
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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申明。

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07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

相关报告

探究物管公司利润率之真相 2019-07-03

百舸争流上市谋发展，各显神通开启新征程 2019-05-08

程

目 录

1 全球物管企业发展的三大规律	5
2 横向多元化：服务型物管龙头	9
2.1 索迪斯：世界一流的综合设施管理服务商.....	9
2.1.1 致力于提供一体化解决方案的经营模式	9
2.1.2 积极并购，拓展业务范围和服务区域	11
2.1.3 营业收入稳定增长，盈利波动性小，抗周期性	13
2.2 永旺永乐：日本最大的综合设施物业管理公司	16
2.2.1 从操作领域切入管理领域服务的商业模式	16
2.2.2 内生加外延，从日本走向国际	18
2.2.3 日本设施管理市场规模总体稳定，永旺永乐强者恒强	20
2.2.4 收入缓慢增长，盈利稳定，股本回报率下降	22
2.3 综合设施管理服务商或是中国第三方物管企业的方向.....	25
2.3.1 他山之石：通向综合设施管理服务商之路	25
2.3.2 中国第三方物管企业突围	26
3 纵向一体化：交易型物管龙头	28
3.1 世邦魏理仕：全球商业地产服务龙头公司.....	28
3.1.1 三大板块联动，并购驱动的经营模式	28
3.1.2 大规模进行国内与国际并购，实现区域扩张发展	30
3.1.3 营业收入高速增长，毛利率逐渐下滑	32
3.2 仲量联行：全球商业地产服务龙头公司	35
3.2.1 房地产服务全周期覆盖的经营模式	35
3.2.2 持续并购扩大业务规模，深化地产服务，巩固领先地位	37
3.2.3 收入稳步增长，盈利能力表现出波动性	39
3.3 进退自如：国内开发商系物管企业的攻守道.....	40
3.3.1 他山之石：不动产整体解决方案提供商的发展路径	40
3.3.2 进退自如：开发商系物管企业的攻与守	41
投资建议：看好开发商系物管企业和战略明确的第三方物管企业	42
风险提示	42

图表目录

图 1：索迪斯人工成本占比基本维持在 50%左右	6
图 2：仲量联行人工成本占比基本维持在 70%左右	6
图 3：世邦魏理仕人均管理面积变化.....	6
图 4：仲量联行管理面积变化	6
图 5：美国、法国 1986 至今累计住宅销售套数 单位：万套	7
图 6：美国小区数量和小区平均居民人数	7
图 7：国际物业龙头发展策略	8
图 8：国际物管龙头的横向多元化与纵向一体化.....	8
图 9：索迪斯一体化解决方案经营模式	9
图 10：驻场服务收入分布，政府与工商企业占比 56%.....	10
图 11：企业服务收入占政府与工商企业驻场服务收入的 48%	10
图 12：医疗驻场服务收入占医疗与养老分部收入的主要部分	10
图 13：大学驻场服务占教育机构分部收入的主要部分.....	10
图 14：索迪斯 52 年发展路径.....	11
图 15：收入增长缓慢，年均复合增速仅为 4.2%	13
图 16：驻场服务收入增长情况 单位：百万欧元	14
图 17：索迪斯收入受经济波动影响比较明显	14
图 18：2006~2018 年索迪斯的 ROE 稳定在 15%左右	15
图 19：盈利和现金流均好，分红率较高 单位：百万欧元	15
图 20：收入增长主导市值增长	16
图 21：估值中枢在 20~30 倍之间，并购可以提振估值水平	16
图 22：永旺永乐从操作领域切入管理领域的综合服务模式	17
图 23：永旺永乐 2018 年各业务板块收入占比	18
图 24：永旺永乐 2018 年营业成本构成	18
图 25：永旺永乐网点分布图	19
图 26：日本设施管理市场规模总体上处于稳定状态	20
图 27：永旺永乐市占率持续提升，展现强者恒强特质.....	21
图 28：永旺集团对永旺永乐提供了强力支持.....	21
图 29：永旺永乐中期计划	22
图 30：永旺永乐通过智能化来降低人工成本.....	22
图 31：永旺永乐 2006~2017 年的收入变化.....	23
图 32：永旺永乐 2006~2017 年净利润及利润率变化	24
图 33：2006~2017 年永旺永乐 ROE 变化趋势	25
图 34：永旺永乐现金流状况良好，分红率一般	25

图 35：2006~2017 年永旺永乐市盈率变化趋势	25
图 36：永旺永乐股价走势	25
图 37：国际综合设施管理服务巨头发展路径	26
图 38：Top50 房企市占率持续提升	27
图 39：Top50 的销售均价明显高于全国平均售价	27
图 40：中国物业行业主要政策	27
图 41：世邦魏理仕商业模式	29
图 42：2018 年世邦魏理仕收入分布	30
图 43：2018 年顾问服务收入构成	30
图 44：世邦魏理仕百年发展史	31
图 45：世邦魏理仕 2003~2018 年收入增速	32
图 46：世邦魏理仕收入对于经济周期比较敏感	33
图 47：世邦魏理仕毛利率与净利率变化	34
图 48：2009~2018 年世邦魏理仕净利润及自由现金流变化	34
图 49：世邦魏理仕 ROE 保持在 20%左右	34
图 50：2004~2019 年世邦魏理仕股价变化	35
图 51：2004~2019 年世邦魏理仕市盈率变化	35
图 52：仲量联行经营模式	36
图 53：仲量联行 2018 年总收入结构	37
图 54：仲量联行 2018 年费用收入结构	37
图 55：仲量联行发展历史	38
图 56：仲量联行营业收入变化	39
图 57：仲量联行毛利率稳定，净利率波动较大	39
图 58：仲量联行 ROE 变化情况	40
图 59：仲量联行现金流与分红情况	40
图 60：仲量联行市盈率变化	40
图 61：仲量联行股价走势	40
表 1：全球典型物业管理企业经营模式及核心财务数据概述 单位：亿美元	5
表 2：索迪斯并购事件	11
表 3：永旺永乐并购事件表	19
表 4：永旺永乐各板块业务情况	23
表 5：世邦魏理仕并购时间表	31
表 6：仲量联行并购时间表	38
表 7：主要已上市开发商系物管公司数据 单位：亿元	41
表 8：上市物业公司估值表	42

1 全球物管企业发展的三大规律

中国房地产行业发展已经进入下半场，开发增量下降住宅竣工存量持续上升，居民对于居住品质要求的提升推动了物业管理行业的发展。由于过去我国物业管理行业曾经历较长时间的管制，市场化程度相对较低，而随着行业关注度提高，业内掀起了借力资本发展的热潮，但物管企业的发展方向却仍未那么清晰。为了探索中国物管企业的发展路径和战略选择，我们选取了数家全球知名的物管企业进行比较研究。我们选择对标企业的标准：1) 商业模式方面，具有典型的代表性，能为国内企业提供借鉴意义；2) 拥有悠久的历史和广泛的影响力，在业内已经取得过令人信服的成功；3) 尽量选择不同国家的物管企业，可以考察不同房地产市场状况和经济环境对其发展的影响。

根据以上标准，我们选取了法国的索迪斯集团、日本的永旺永乐、美国的世邦魏理仕和仲量联行。我们选取的四家企业涉及基础物业管理服务、多元增值服务、咨询交易业务等产业链多环节。商业模式上来看既有横向多元化服务型综合集团，也有纵向一体化的大型物管企业。

表 1：全球典型物业管理企业经营模式及核心财务数据概述 单位：亿美元

公司	经营模式	营业收入	毛利率	净利率	5 年收入 CAGR	5 年利润 CAGR	3 年平均 ROE	市盈率 (TTM)
索迪斯	横向多元化	243.3	15.1%	3.50%	-0.20%	5.5%	18.8%	20.3
永旺永乐	横向多元化	26.6	13.2%	3.70%	0.70%	4.9%	11.7%	18.7
世邦魏理仕	纵向一体化	213.4	22.9%	4.10%	23.9%	18.5%	21.0%	15.6
仲量联行	纵向一体化	163.2	23.7%	3.30%	12.0%	2.3%	11.5%	10.7

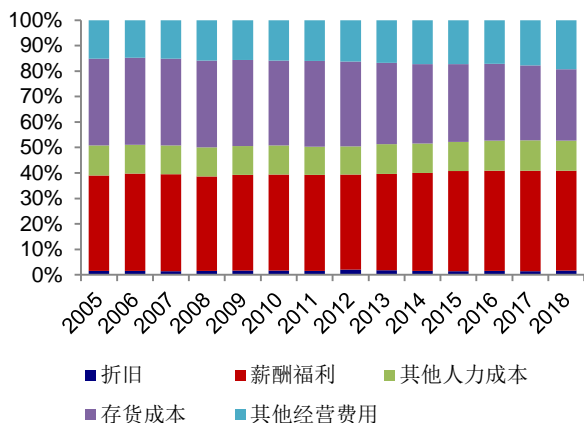
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

回顾全球典型的物业管理企业数十年来的发展路径，我们总结出如下三大规律：

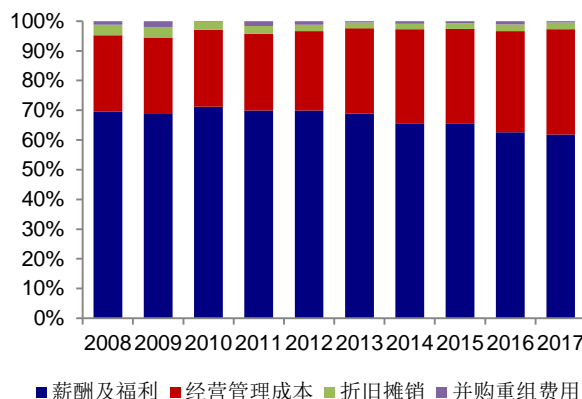
第一、物业行业规模效应弱，较难形成寡头型市场格局，以竞争型格局为主。纵观国际物业龙头几十年的发展历程，物管企业在不断成长，规模也相应扩大，但是始终没有形成龙头寡占型格局。美国、欧洲、日本本地物业市场中，最大物业龙头的市占率分别为 4.8%、5.8%、7.5%。

我们认为，物业行业难以形成寡头型格局，以竞争型格局为主的原因在于：物管行业是人力密集型的服务型行业，成本结构中人力成本为主的可变成本占比高。根据我们对典型物管企业成本的分析，索迪斯自 2005~2018 年间，员工规模从 32.4 万增长至 46.0 万，而其人力成本占比始终在 50% 左右。永旺永乐在 2013~2018 人工成本占主营业务的成本均在 65% 左右，仲量联行 2008~2017 年间稳定在 70% 左右。高可变成本导致龙头的边际成本与一般物管企业基本相近，即要扩大相应的业务规模，则必须配比相应的人员。龙头企业也难以获得成本上的优势。

在价格端，通常业主方会进行招投标以选择服务企业，由于龙头也无明显成本优势，难以在提供质量相同的服务下，以更低价格击败竞争对手获取市场份额，形成规模扩大→成本降低→价格优势→份额提升→规模再扩大的正反馈。竞争对手始终可以在相近成本线与龙头展开竞争。因此，龙头企业难以形成寡头型市场地位。

图 1：索迪斯人工成本占比基本维持在 50%左右


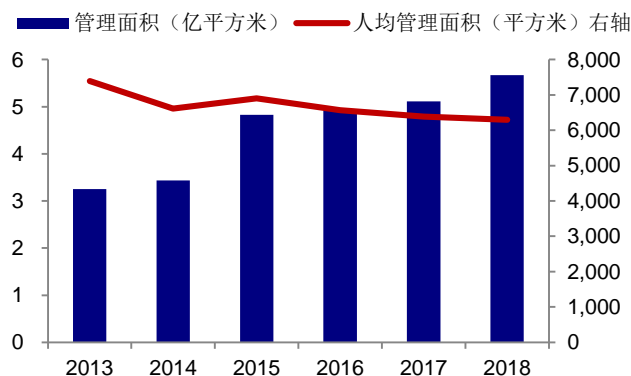
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 2：仲量联行人工成本占比基本维持在 70%左右


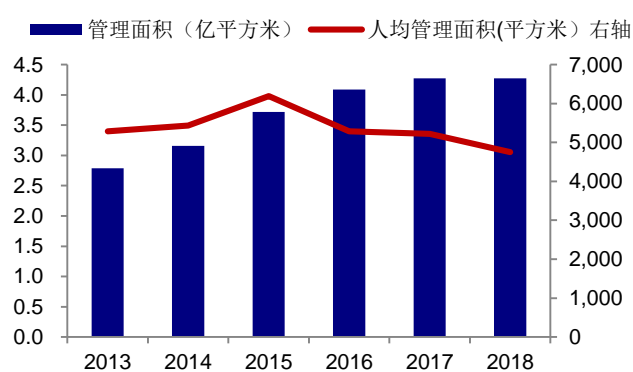
资料来源：公司年报、东方证券研究所

从人均管理面积来看，也能佐证物管行业规模效应较弱。世邦魏理仕 2013~2017 年间，管理面积从 3.3 亿平方米增长至 5.1 亿平方米，员工人数从 4.4 万人增长至 8 万人，人均管理面积从 7390 平方米下降至 6297 平方米。考虑到世邦魏理仕的业务板块特点，大部分员工应该集中在物业管理板块，因此可以以总员工数作为分母来近似测算人均管理面积。人均收入则稳定在 17 万美元左右。

仲量联行 2013~2017 年间管理面积从 2.8 亿平方米增长至 4.3 亿平方米，员工数从 2.3 万人增长至 9 万人，人均管理面积从 5289 平方米下降至 5218 平方米。仲量联行的大部分员工同样集中在物业管理板块，因此以总员工人数来近似测算人均面积具有合理性。

图 3：世邦魏理仕人均管理面积变化


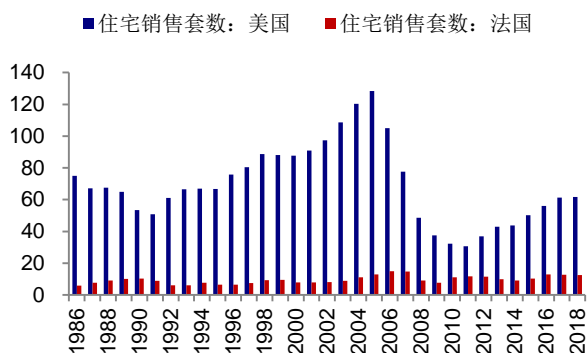
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 4：仲量联行管理面积变化


资料来源：公司年报、东方证券研究所

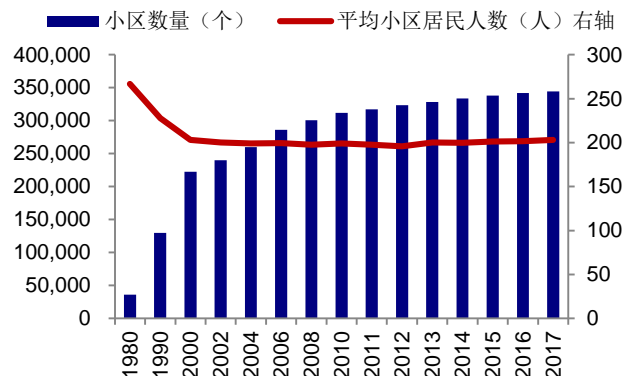
第二、国际物业龙头对住宅物业管理收入依赖程度低，形成了全设施综合服务的特点。从美国、欧洲、日本的国际物业来看，不管是选择横向多元化还是纵向一体化的发展路径，其对于住宅物业管理收入的依赖度都较低，而是形成了综合服务的特点。出现这种情况的原因主要是：**1) 住宅市场面积规模明显小于中国，而物管企业的收入通常与面积紧密相关，因此美欧日的物业龙头对于住宅物业收入的依赖度低。**美国、法国 1986 年至今分别累计销售 2290.2、315.6 万套，而中国则约为 1.6 亿套。**2) 美国、欧洲总体上人口密度较低，独栋式住宅较多，市区住宅也以街区为主，开放程度较高。在一定程度上削弱了对住宅物业服务的需求。**以美国市场为例，根据美国 HOA 协会数据，2017 年美国共有小区 34.5 万个，居民 7000 万人，占美国人口的 23%，每个小区平均 77 户，平均居民人数为 203 人。而根据中国住建部对居住街坊（小区）人数的规定为 1000~3000 人。中国的小区规模远大于美国。

图 5：美国、法国 1986 年至今累计住宅销售套数 单位：万套



资料来源：公司年报（2018）、东方证券研究所

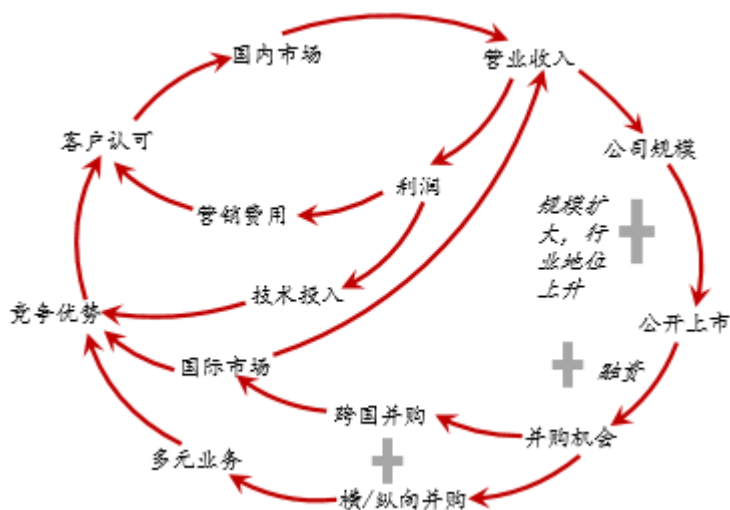
图 6：美国小区数量和小区平均居民人数



资料来源：美国 HOA 协会、东方证券研究所

第三、国际物业龙头都选取了内生加外延的发展策略，并购在龙头崛起过程中有着举足轻重的作用。梳理它们的发展历史，可以看到，物业龙头都是从单点业务开始，进行横/纵向收购和跨国并购。最终形成综合型设施管理服务商和不动产整体解决方案提供商。收并购在国际物业龙头的崛起过程中发挥重要作用，资本市场则提供资金。

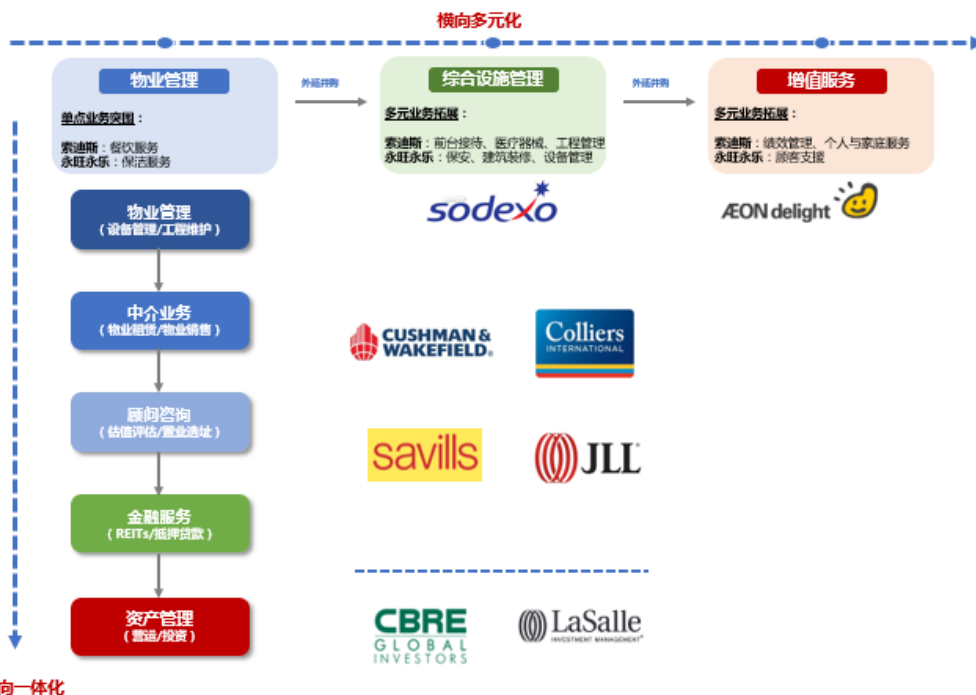
图 7：国际物业龙头发展策略



资料来源：东方证券研究所

服务型物管企业借助并购手段,实现横向多元化和国际化布局。交易型物管企业同样通过并购手段,完成纵向产业链延伸和国际化布局。

图 8：国际物管龙头的横向多元化与纵向一体化



资料来源：东方证券研究所

2 横向多元化：服务型物管龙头

2.1 索迪斯：世界一流的综合设施管理服务商

索迪斯 (Sodexo) 由皮埃尔·白龙先生于 1965 年在法国马赛创立，历经 50 余年发展，已经成为世界一流的综合设施管理服务商。公司创建之初主要从事企业员工餐饮外包服务，目前已经形成包括驻场服务 (On-site Services)、福利与绩效管理服务 (Benefits and Rewards Services)、个人和家庭服务在内的三大业务板块。根据 2018 年年报数据，驻场服务占营业收入的比重为 96%，其中商业与政府管理机构、康养机构、教育机构的占比分别为 51%、24%、21%。2018 年公司营业收入达到 204.1 亿欧元，同比下降 1.4%，剔除汇率影响则同比增长 4.4%。净利润 6.5 亿欧元，同比下降 6.7%。雇员留存率 81%，客户留存率 93.8%。

2.1.1 致力于提供一体化解决方案的经营模式

20 世纪 60 年代，法国经济进入景气期，大量企业纷纷创建，企业员工数量迅速增加，员工的就餐质量也亟待改善，由此产生了广泛的企业餐饮需求。白龙先生敏锐的发现这一需求，创立了索迪斯公司，为企业提供餐饮服务。经过 54 年的发展，索迪斯形成了围绕“提高生活质量”这一愿景的三大业务板块，即驻场服务、福利与绩效管理服务、个人和家庭服务。

图 9：索迪斯一体化解决方案经营模式

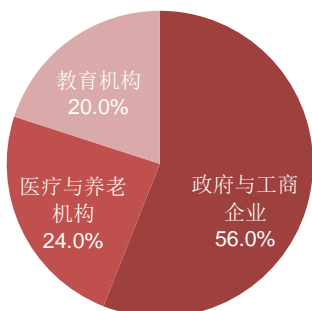


资料来源：东方证券研究所

驻场服务：公司的驻场服务集成了广泛的服务内容，涵盖前台接待、餐饮服务、工程管理、设施管理、实验室支持服务、医疗器械管理、技术维护等专业化业务支持服务。通过这些多元化的服务内容来提升工商企业、医疗与康养机构、教育机构这三大客群的生活质量，并获取收入。索迪斯认为未来全球驻场服务的潜在市场规模为 9000 亿欧元，2018 年公司驻场服务实现营业收入 196 亿欧元，占集团总营业收入的 96%。进一步细分来看，工商企业的驻场服务是主要的收入来源，2018

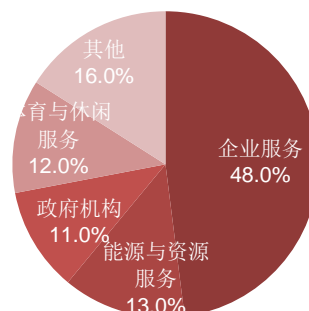
年贡献了 110 亿欧元收入、医疗与康养机构以及教育机构则分别贡献了 47 亿欧元和 39 亿欧元的收入。

图 10：驻场服务收入分布，政府与工商企业占比 56%



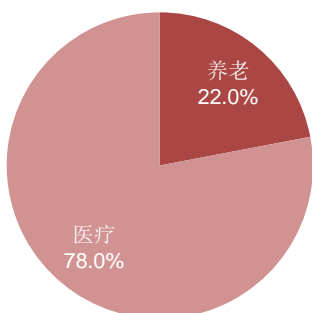
资料来源：公司年报（2018）、东方证券研究所

图 11：企业服务收入占政府与工商企业驻场服务收入的 48%



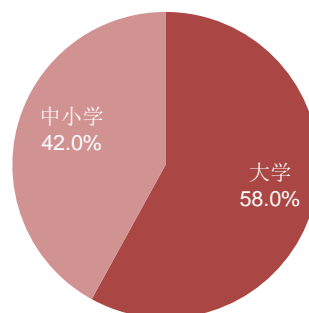
资料来源：公司年报（2018）、东方证券研究所

图 12：医疗驻场服务收入占医疗与养老分部收入的主要部分



资料来源：公司年报（2018）、东方证券研究所

图 13：大学驻场服务占教育机构分部收入的主要部分



资料来源：公司年报（2018）、东方证券研究所

福利与绩效管理服务：公司提供超过 250 项服务，用来为员工提供福利和激励，充分释放他们的工作潜力。包括员工福利、激励与认可（如零售商超礼券）、费用管理与公共福利等项目。2018 年，索迪斯的福利与绩效管理服务实现收入 8.5 亿欧元，占集团总收入的 4%。在全球范围内服务的客户数量达到 43 万（不含个人客户）。

个人与家庭服务：公司提供一系列的个人与家庭服务，以顺应人口趋势和现代生活方式的变化。公司的服务主要包括：托儿服务、礼宾服务、家庭护理。托儿服务主要针对学龄前儿童，减轻双职工父母的育儿压力。礼宾服务主要是为公司职员提供诸如预定餐厅、跑腿办事、寻找维修工等日常

事务性服务。家庭护理主要是针对老年人的护理与照顾，提供包括携带杂货、协助旅行、均衡膳食等提高老年人生活质量的服务。目前个人与家庭服务板块产生的收入量级还很小。

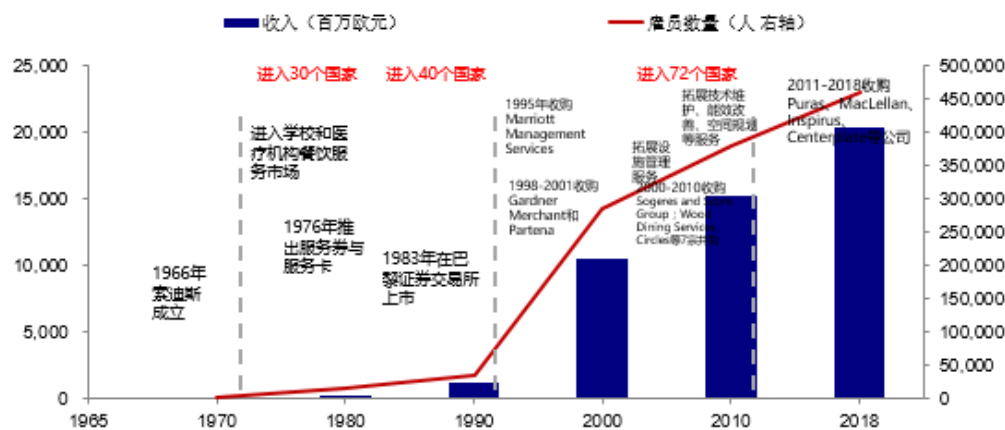
2.1.2 积极并购，拓展业务范围和服务区域

索迪斯于 1966 年正式成立以来，业务范围不断扩大，服务的区域不断增加，最终成为全球一流的综合设施管理服务商。在公司的发展历程中，积极的外延并购发挥了重要的作用。1966~1990 年是公司的崛起和扩张阶段，从企业餐饮服务市场进军教育机构餐椅服务市场，1983 年公开上市，则为公司后续一系列的收并购奠定了良好的基础。

1990~2000 年是公司高速发展的阶段，收入高速增长，成为全球龙头，并且依靠大规模收购进入新兴国家。1995 年公司成为全球最大的餐饮服务企业，并进入中国市场。同时，收购了 Gardner Merchant (UK) 和 Partena (Sweden)。1998 年与万豪国际集团合并，成立 SODEXHO MARIOTTE 酒店餐饮公司（索迪斯集团占股 48.4%），成为北美最大连锁酒店餐饮企业。2000 年，旗下索迪斯野外基地集团同 Universal Services 公司合并，成立了索迪斯野外基地集团 (Universal Sodexho Group)。2001 年，并购法国 SOGERES 公司和美国 WOOD DINING 公司。

2001 至今是公司进入稳定增长期，业务稳定增长，持续并购强化全球领先地位。2008 年，收购巴西 VR 的服务券与服务卡业务，成为巴西该行业的领军企业。2011 年，收购巴西 Puras 公司，成为巴西驻场服务领军企业。2013 年，收购印度综合服务公司 MacLellan，开拓印度设施管理服务市场。2016 年，苏菲·白龙接替皮埃尔·白龙出任集团董事会主席，收购 Inspirus 公司。2018 年，收购 Centerplate 公司。

图 14：索迪斯 52 年发展路径



资料来源：公司年报、东方证券研究所

表 2：索迪斯并购事件

时间	标的	主营业务	简介
1987 年	Bateaux Parisiens	游船服务	涉足旅游服务领域
1995 年	Gardner Merchant (UK)	餐饮服务	通过收购英国餐饮巨头取得领先

1995 年	Partena (Sweden)	餐饮和管理服务	强化了在北欧市场的地位
1998 年	Marriott Management Services (U.S.)	酒店餐饮	成为北美最大餐饮连锁酒店
1998 年	LuncheonTickets	服务券/卡	成为阿根廷卡券市场的第二大供应商
1998 年	Cardapio	服务券/卡	成为巴西卡券市场龙头
2000 年	Universal Services	工程基地服务	成为野外大型工程基地综合后勤服务领域的领先者
2001 年	Sogeres	餐饮服务	收购直接竞争对手，巩固法国市场地位
2001 年	Wood Dining Services	餐饮服务	扩张在美国市场的市场份额
2008 年	VR	服务券/卡	确立在巴西卡券行业的领先地位
2009 年	Comfort Keepers	居家护理	布局老年人护理市场
2009 年	Zehnacker	设施维护及管理	进入德国医疗保健设施管理服务市场
2009 年	RKHS	餐饮及设施管理	成为印度市场领先的综合服务供应商
2009 年	Circles	礼宾服务	布局个人与家庭护理业务
2011 年	Puras	驻场服务	确立巴西市场领先地位
2011 年	Lenotre	餐饮服务	巩固法国豪华餐饮市场
2011 年	Roth Brothers	设施维护及管理	提高在美国设施管理市场份额
2011 年	Atkins	设施维护及管理	提高在美国设施管理市场份额
2013 年	MacLellan	设施维护及管理	开拓印度设施管理服务市场
2016 年	Inspirus	员工激励	巩固在福利与绩效管理服务领域的领先
2018 年	Centerplate	餐饮服务	成为美国场馆餐饮服务领域的全球龙头

数据来源：公司年报，东方证券研究所

索迪斯在其 52 年的公司发展史上共进行了 21 宗重大收并购，根据历年年报中可获得数据，涉及总金额超过 20 亿欧元。我们梳理其并购历史，可以发现如下规律：

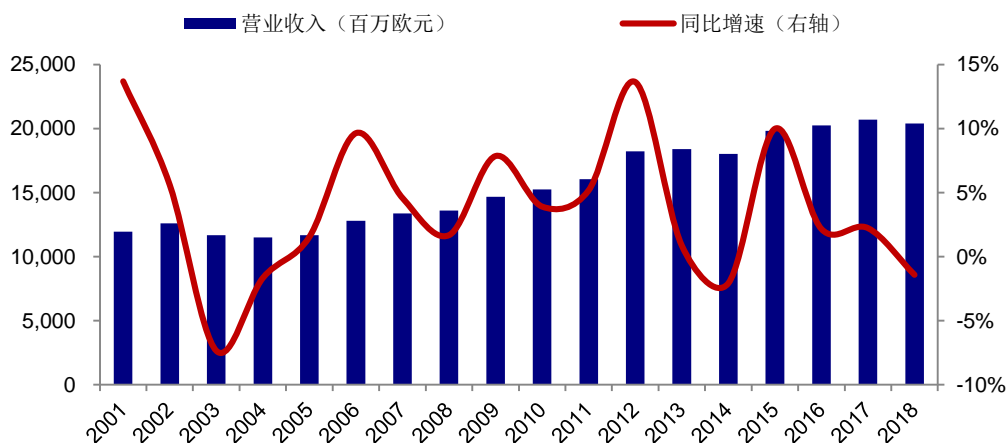
- 1) **资本市场能够助力收并购活动的进行，企业把握好资本窗口，主动上市，可为以后的收并购活动奠定良好基础。**索迪斯所有的并购都发生在其 1983 年挂牌巴黎证券交易所之后，而在 1966~1983 年的 17 年间公司并未发生重大收并购活动。因为收并购活动往往需要消耗大量资金，公司仅依靠内源融资通常不足以提供大量收并购所需的资金。登陆资本市场则可以通过公开市场进行股权融资、债券融资等多种方式获取资金，为收并购活动提供充足弹药。
- 2) **借助外延并购打开外国市场，实现全球化布局，快速扩张企业规模。**索迪斯的 18 宗重大收并购中只有 Bateaux Parisiens 和 Sogeres 是法国本土标的，其余 16 家均为外国标的，跨过并购比例高达 88.9%。通过收并购，公司成功进入了美国、英国、巴西、印度、阿根廷、德国、瑞典等国市场。并且由于公司收购的多为当地龙头，因此可迅速在当地市场取得领先地位。由于公司从事的服务型业务，公司新进入一个市场时，本地竞争者通常具备客户黏性壁垒，借助并购公司可以有效跨越这一竞争壁垒，实现新进市场的快速布局。公司的大举并购始于 1995 年，这也是公司收入规模快速攀升的开始。

3) 通过外延并购进入新的服务领域，实现多元化发展，成为顶级综合设施管理服务商。索迪斯成立之初的服务领域为企业团餐，1976 年开展服务券业务。1987 年通过收购 Bateaux Parisiens 涉足游船旅游服务。后续又通过对 Marriott Management Services (U.S.) 和 RKHS 的收购进入酒店管理服务领域。收购 Universal Services 进入工程基地服务领域，收购 Zehnacker 和 MacLellan 进入专用设施服务领域。这一系列的动作，使得公司的驻场服务的领域大为扩张。对 Comfort Keepers 和 Circles 在开辟了公司的个人与家庭护理板块。

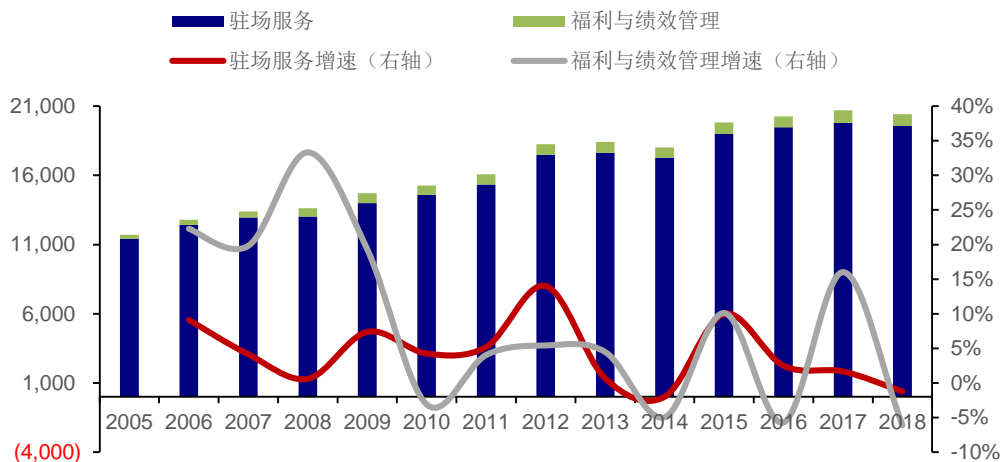
2.1.3 营业收入稳定增长，盈利波动性小，抗周期性强

2000 年以后，公司进入稳定增长阶段。2001~2018 年收入增长缓慢，由 119.4 亿欧元增长至 204.1 亿欧元，年均复合增速为 3.2%。分部门来看，公司的主要收入来源为驻场服务，每年贡献超过 90% 的收入。2005~2018 年，驻场服务的收入从 113.9 亿欧元增长至 195.6 亿欧元，年均复合增速为 4.2%，福利与绩效管理服务的收入从 3.1 亿欧元增长至 8.5 亿欧元，年均复合增速为 8.2%。福利与绩效管理服务的收入增长快于驻场服务收入增长，但波动性明显大于驻场服务。

图 15：收入增长缓慢，年均复合增速仅为 4.2%

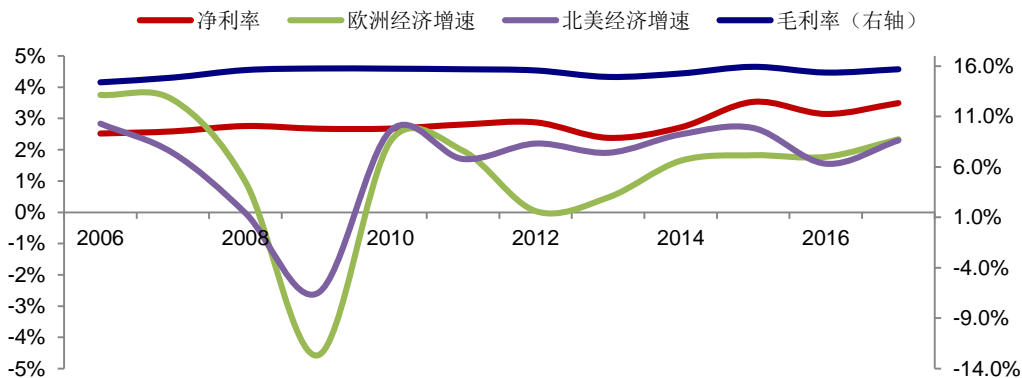


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 16：驻场服务收入增长情况 单位：百万欧元


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

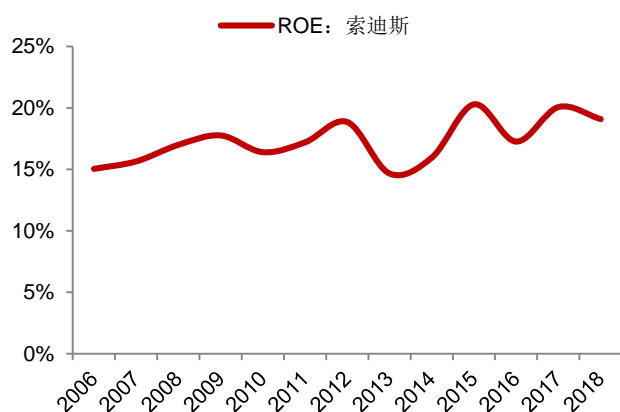
盈利能力十分稳定，抗周期性强。2006~2017 年公司的毛利率维持在 15%附近，波动幅度非常小，12 年平均值为 15.4%。净利率则维持在 3%附近，同样十分稳定，12 年平均值为 2.9%。公司的盈利能力对于经济周期并不敏感，主要是因为公司经营的餐饮服务属于必需消费，在经济不景气的情况下，企业即使压缩支出、削减其他费用，也仍然会保证员工的餐饮支出。公司提供的设施管理、场馆管理等服务都是采取多年签约的模式，而且对于业主或企业而言同样有必需支出的属性。因此，经济周期的波动对于公司盈利能力的影响较小。在公司的收入结构中，北美和欧洲地区贡献了 82% 的收入，通过观察北美和欧洲经济增速与公司利润率的变化可以验证公司稳定的盈利能力。

图 17：索迪斯收入受经济波动影响比较明显


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

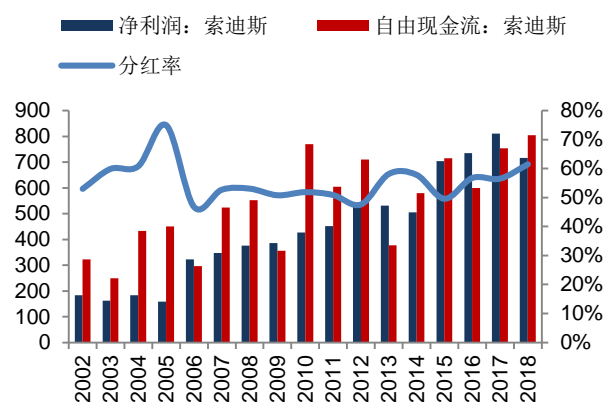
公司拥有优秀的股本回报率和现金流，能长期为股东创造价值。索迪斯 2006~2018 年的平均股本回报率 (ROE) 呈现稳中有升的态势，2006 年 ROE 为 15.1%，2018 年上升至 19.1%，2006~2018 年的平均 ROE 为 17.3%。公司的现金流状况十分优秀，盈利质量很高。2001~2018 年间，除 2001 年因进行多宗收购导致自由现金流为-14.2 亿欧元，其余年份自由现金流均为正，期间累计产生自由现金流 76.7 亿欧元。同时，公司每年自由现金流与净利润之比都在 1 附近波动，利润有充足的现金流支撑，盈利质量很高。基于良好的现金流和盈利状况，公司 2002 年以来一直保持较高的分红比率，2002~2018 年平均分红率为 55.5%。

图 18：2006~2018 年索迪斯的 ROE 稳定在 15% 左右



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

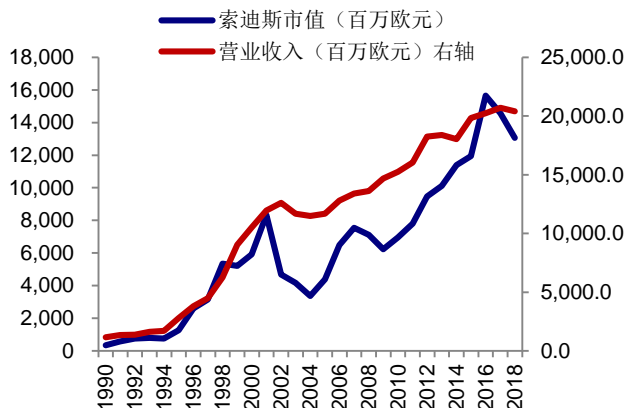
图 19：盈利和现金流均好，分红率较高 单位：百万欧元



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

市值主要受收入变化影响，收并购活动可在一定程度上提振估值水平。在 2001 年以前公司持续进入新市场，实现收入的快速增长，驱动市值快速上升，2001 年达到了 119.4 亿欧元，较 1990 年上涨 918%。2001 年公司进入稳定发展阶段，同时 2001 年的多宗并购进入消化期，在收入出现负增长的情况下，市值出现了较大幅度的调整。2004 年市值跌至 33.7 亿欧元，仅为 2001 年的 28%。随着 2004 年后收入重回增长以及后续一系列收并购的开展，市值开始恢复并创出新高，2018 年市值为 130.6 亿欧元，较 2004 年上涨 288%。估值方面，市盈率维持在中高水平，收并购的进行对于估值有一定的提振作用。总体来看，估值中枢在 20~30 倍之间。

图 20：收入增长主导市值增长



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 21：估值中枢在 20~30 倍之间，并购可以提振估值水平



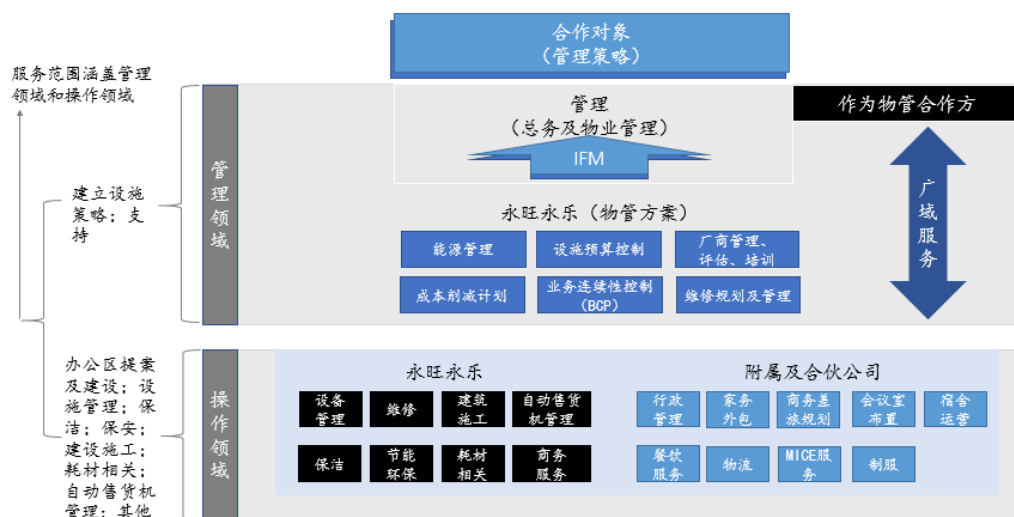
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

2.2 永旺永乐：日本最大的综合设施物业管理公司

永旺永乐 (AEON DELIGHT) 是永旺系旗下的设施物业管理公司，也是日本最大的设施物业管理公司，业务范围包括商业设施、公共设施、事务所、酒店、工厂、学校等。永旺永乐成立于 1972 年，迄今已发展了近 50 年。公司最初从事大型楼宇管理服务，目前已形成保洁、设备管理、器材采购、保安、建筑和装修工程、自动售货机运营管理、客户支援等 7 大业务板块。根据 2017 年年报，上述 7 大业务板块的营业收入占比分别为 18.7%、17.8%、17.0%、14.6%、13.8%、11.1%、7.0%。永旺永乐 2017 年实现营业收入 2958.4 亿日元，同比增长 0.4%，净利润 110 亿日元。公司在日本设施管理市场的市占率第一，为 7.5%。

2.2.1 从操作领域切入管理领域服务的经营模式

20 世纪 70 年代，日本大楼火灾频发，以此为契机，日本全国都开始认识到大楼管理的重要性，关于大楼的法律开始变得严格化，开始形成了大楼管理事业的市场。1972 年，永旺永乐的前身尼吉易 (Mycal) 在日本大阪成立，历经多年发展，形成了纵贯管理领域与操作领域的现有业务矩阵。公司的愿景为以“安全·安心”、“解决劳动力不足”、“保护环境”三项内容为成长战略支柱，力争在亚洲成为解决社会课题的环境价值创造型企业。永旺永乐依靠完善的服务体系和 40 余年的服务经验，借助大数据手段搭建数字化服务平台，为客户提供最佳解决方案。在设施物业管理业界建立起竞争壁垒，形成永旺永乐经济圈。

图 22：永旺永乐从操作领域切入管理领域的综合服务模式


资料来源：Shared Research、东方证券研究所

保洁服务：公司提供保持美观并延长设施寿命的保洁服务。公司的保洁服务内容十分丰富，涵盖建筑物保洁、保洁咨询、物品保洁、绿化管理、特殊保洁、其他。永旺永乐的保洁服务并不局限于基础的保洁服务，而是与建筑物寿命周期相结合，创造出了更多的价值。公司的保洁服务 10%~20% 的工作由自己执行，80%~90% 的由外包公司执行，主要的外包合作伙伴为 Do Service 和 Kankyouseibi 公司。服务合同每年更新一次，但 80% 的客户续订并且是长期客户。2017 年保洁业务实现收入 553 亿日元，贡献营业利润 62 亿日元。营业利润率 11.2%。

保安服务：永旺永乐通过定制式保安计划提供安全、安心的空间。公司能提供常驻保安、警卫保安、机械保安、交通引导保安、活动拥堵疏导保安等各种类型的保安服务。由于人力成本较高，公司的保安服务毛利率约为 13%，低于 Sohgo 安保公司 (23.2%) 和 SECOM 安保公司 (34.2%)。但是通过安保机器人的使用，原来需要 5 人团队的设施，现在减少到需要 3 人，未来人力成本有望优化。2017 年保安业务实现收入 433 亿日元，贡献营业利润 29 亿日元，营业利润率 6.7%。

建筑和装修工程：公司致力于提升建筑物价值，延长建筑寿命。公司提供大规模翻新，室内设计，以及节能装置的安装 (即 LED 照明) 等服务。该项业务 70% 的销售额来自永旺集团，公司已于 2017 年 4 月成立了店铺设计子公司，加强获取非永旺租户的订单。2018 年建筑和装修工程业务实现收入 409 亿日元，贡献营业利润 33 亿日元，营业利润率 8.1%。

设备管理：基于永旺永乐独有的设施管理知识提供最适合每家设施的点检、维护和维修服务。公司的服务项目包括设备常驻管理、设备定期保养点检管理、各类法定业务、法定资格者选任 (电力主任技术员等各类资格者的选任)、环境解决方案 (氟利昂管理、楼宇能源系统管理等)。2017 年设备管理业务实现收入 527 亿日元，贡献营业利润 46 亿日元，营业利润率 8.7%。

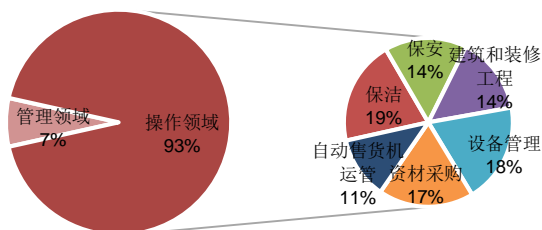
资材采购：通过对用于店铺的包装·卫生资材、包裹、食品包材，办公室常用耗材等各类资材的企划提案、采购和供应，帮助客户降本增效。在这项业务中，公司必须始终保持库存，并且代表客户

承担物流功能。永旺永乐旨在利用高效的物流来降低中间材料的成本并提高流程效率。2017 年资材采购业务实现营业收入 503 亿日元，贡献营业利润 29 亿日元，营业利润率 5.8%。

自动售货机运营管理：公司结合场地所有方的需求，在商业设施的休息区、办公室的休闲区提供以自动售货机为中心的最佳休息方案。2017 年自动售货机运营管理实现营业收入 328 亿日元，贡献营业利润 21 亿日元，营业利润率 6.4%。

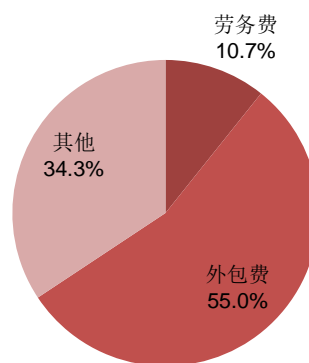
客户支持：公司提供满足广域外包需求的多样化服务项目，以满足客户总务、采购等间接业务的多样化需求。具体的服务项目包括商务出行管理（全面支援出差相关业务）、会议室安排、邮件服务、问询处、巡视、物流管理、其他服务（押运、送餐等）。2017 年客户支援业务实现营业收入 206 亿日元，贡献营业利润 25 亿日元，营业利润率 12.1%。

图 23：永旺永乐 2018 年各业务板块收入占比



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 24：永旺永乐 2018 年营业成本构成



资料来源：公司年报、东方证券研究所

2.2.2 内生加外延，从日本走向国际

永旺永乐的前身为 MyCal 旗下的日本维修公司，设立于 1972 年，最初是为 MyCal 的门店提供维修保养服务。1976 年正式更名为日本维修株式会社，1995 年在大阪证券交易所上市，1999 年在东京证券交易所上市。2001 年 9 月 MyCal 破产以后，日本维修株式会社在 2003 年成为永旺集团的子公司。2006 年公司与永旺技术服务公司合并，更名为永旺永乐。公司 60%~70% 的收入来自于永旺集团，其余来自非 Aeon 集团客户，包括商业设施，办公室，酒店，医疗机构，学校，工厂，仓库，公共设施和活动运营商。

永旺集团是亚洲最大的跨国百货零售企业之一，永旺永乐通过与永旺集团的合作成为了领先的综合设施管理服务商。公司也通过并购发展自身业务，借助并购进入新的市场和开辟新的业务板块、加强原有板块业务能力。公司目前在日本有约 600 个网点，在除日本以外亚洲其他区域有约 20 个网点。公司近年也在加速推动国际化发展，尤其是对中国市场的拓展，采用的主要手段就是并购。

图 25：永旺永乐网点分布图


资料来源：公司官网、东方证券研究所

表 3：永旺永乐并购事件表

时间	标的	主营业务	简介
2004 年	朝日银行大楼管理株式会社	办公楼管理	开拓办公楼管理领域，巩固日本市场地位
2004 年	TOWERS 株式会社	楼宇维护	巩固日本市场
2006 年	永旺技术服务株式会社	商业设施管理	绑定永旺集团，实现跨越式发展
2008 年	环境整備株式会社 40%股权	节能、保洁	加强保洁业务能力，提高节能管理能力
2009 年	DO SERVICE 株式会社 40%股权	保洁	提高针对小型店铺的保洁能力
2010 年	CERTO 株式会社	资材供给和自动售货机运营	进入资材采购领域和自动售货机运营领域
2011 年	KAJITAKU 株式会社 90%股权	家政服务	提高公司整体管理服务能力
2011 年	AZ SERVICE 株式会社 54.8%股权	商业设施管理	提高对小型商业设施的管理能力
2012 年	AEON COMPASS 株式会社 55%股权	企业内务	增强客户支持板块业务能力
2012 年	GENERAL SERVICES 株式会社 51%股权	咨询服务	增强客户支持板块业务能力
2012 年	苏房物业 51%股权	综合物业服务	进入中国江苏市场
2013 年	小竹物业 51%股权	综合物业服务	进入中国武汉市场
2015 年	白青舎株式会社 89%股权	楼宇维护	巩固日本市场
2016 年	U-COM 株式会社	装修设计	提高公司装修设计能力
2018 年	苏房物业 49%股权	综合物业服务	加大中国市场拓展力度
2018 年	小竹物业 49%股权	综合物业服务	加大中国市场拓展力度
2018 年	PT Sinar Jernih Sarana 90%股权	保洁	进入印度尼西亚市场

数据来源：公司年报、东方证券研究所

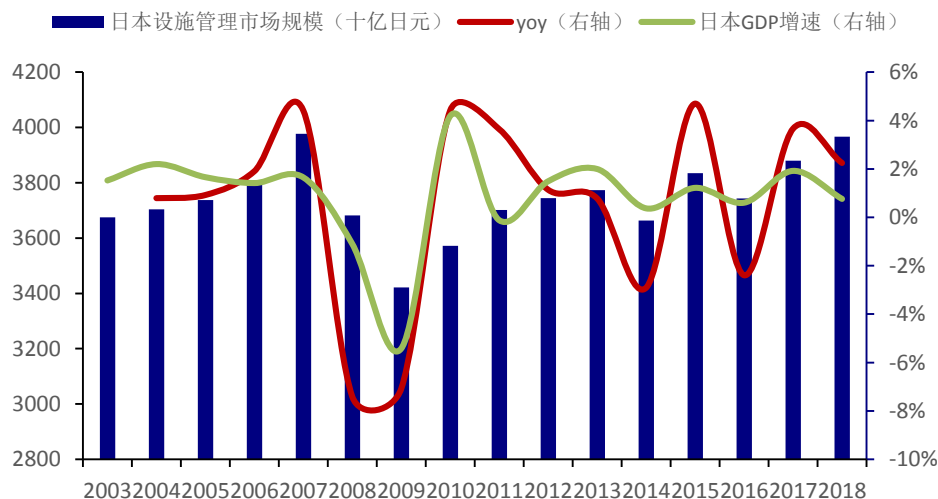
永旺永乐的收入十分活跃，2004~2018年共发生了17宗比较重要的收并购。结合公开资料获取的公司发展历程，我们可以总结出如下规律：

- 1) **通过并购扩张服务范畴和提升服务能力。**公司通过收并购实现了业务范围的扩张，例如器材采购和自动售货机运营则是在收购了CERTO公司后开展的。针对原有的保洁、商业设施管理等业务，公司则进行了多宗能力提升型的收并购。
- 2) **借力并购，先巩固国内市场，再进军海外市场。**永旺永乐的并购时间分野十分清晰，在2004年以来的17宗并购中，跨国并购均发生在2012年以后。而且不同于索迪斯跨国并购占比高达88.9%，永旺永乐的跨国并购占比为29.4%（5宗）。这反映出永乐永旺的发展思路非常清晰：借助国内收并购提升服务能力，巩固本国市场，依靠跨国并购进军新的市场。同时，在跨国并购的选择上，永旺定位非常准确，选择邻近的人口大国作为出海先导地区。
- 3) **资本市场是收并购的重要推动力量。**根据对永旺永乐的资料梳理，在其登录东京证券交易所之前并未披露进行过重大收并购。1999年在东京证券交易所上市以后才进行了大量比较重要的收并购。因此我们可以认为资本市场是收并购的重要推动力量。

2.2.3 日本设施管理市场规模总体稳定，永旺永乐强者恒强

永旺永乐所处的日本设施管理市场已经进入成熟期，市场规模总体稳定。根据矢野经济研究所的数据，2003~2018年，市场规模从3.7万亿日元增长至4.0万亿日元，年均复合增速仅0.5%。日本的设施管理市场呈现出顺经济周期的波动的特点，当经济低迷时，新投资建设的楼宇数量会下降，企业会削减对于楼宇维护的支出。2003~2018年间日本的设施管理市场在2008~2009年金融危机期间出现了明显的下滑，其余时间大体保持稳定，增长率围绕零轴波动。

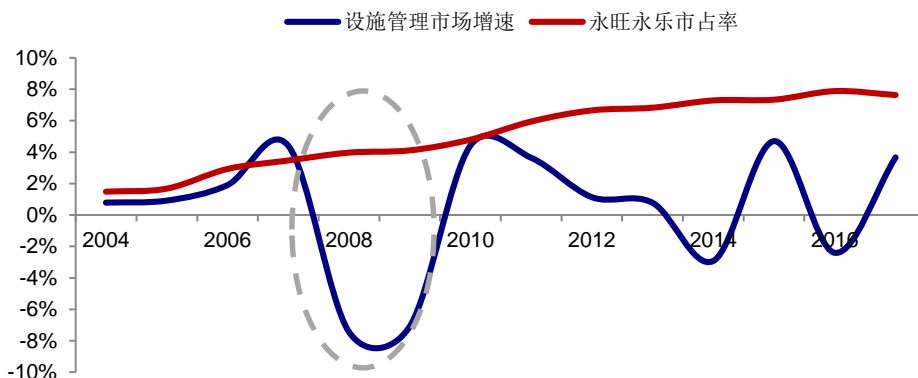
图 26：日本设施管理市场规模总体上处于稳定状态



资料来源：Wind、矢野经济研究所、东方证券研究所

在总体市场规模稳定的情况下，永旺永乐实现了市场占有率的持续提升。2003年永旺永乐以收入衡量的市占率为1.5%，到2017年市占率为7.5%。市占率14年提升了6个百分点，年均提升0.4个百分点，并且在市场下行期，公司的市占率提升更明显，体现了强者恒强的龙头特质。

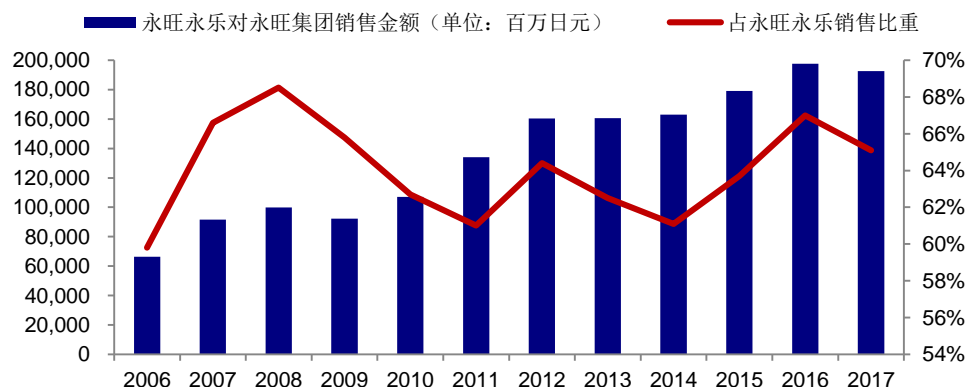
图 27：永旺永乐市占率持续提升，展现强者恒强特质



资料来源：Bloomberg、矢野经济研究所、东方证券研究所

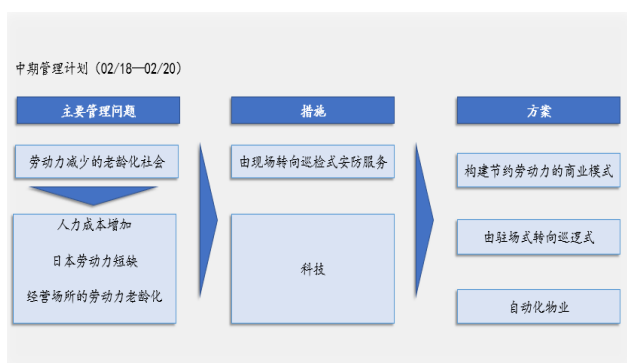
永旺永乐能够在成熟的实现市占率的持续提升，我们认为主要因为：1) 深度绑定永旺集团，永旺庞大的存量商场和持续扩张，能为公司提供稳定的服务对象和收入来源。这一点在市场下行期尤为重要；2) 公司具备提供一体化综合服务的能力，竞争对手通常只能提供1~2服务的能力（如保安、保洁）。大型商业设施和物业的业主更愿意与一个服务商签订合同获取多项服务，而非与多个专项服务商分别签订合同。能够提供综合服务是永旺永乐的重要竞争优势；3) 公司作为一家上市公司，具备多种融资渠道，可以持续地进行收并购。

图 28：永旺集团对永旺永乐提供了强力支持



资料来源：公司年报、东方证券研究所

永旺永乐也同样面临着挑战，首先是日本社会老龄化日趋严重，劳动力逐渐短缺，人力成本将持续攀升。其次，日本的设施管理市场已经非常成熟，行业向上空间较小。公司的内生增长可能面临挑战。第三，公司对于永旺集团的依赖度仍偏高。针对劳动力成本上升的问题，公司的中期规划提出了通过加大智能化应用，构建节约劳动力的商业模式。对于国内市场高度成熟的问题，公司主要策略是借助并购进军海外市场。对于过度依赖永旺集团的问题，公司收购了一系列公司，提高服务和设计能力，加强非永旺集团的订单获取。

图 29：永旺永乐中期计划


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 30：永旺永乐通过智能化来降低人工成本


资料来源：百度图片、东方证券研究所

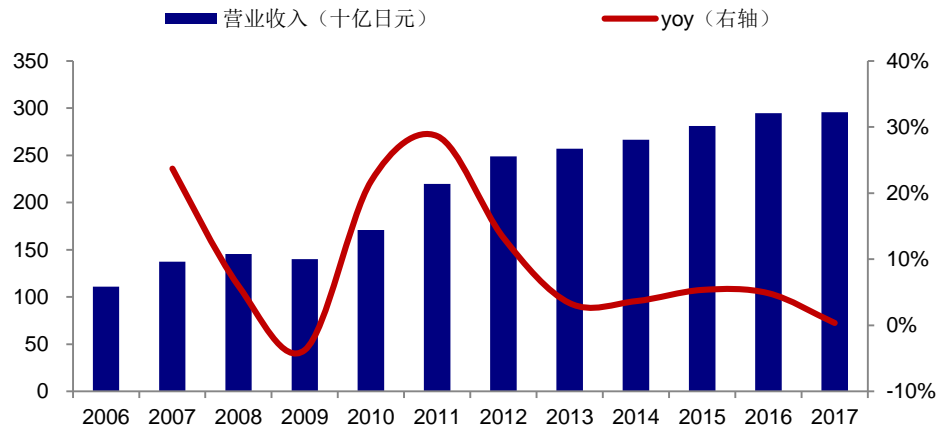
2.2.4 收入缓慢增长，盈利稳定，股本回报率下降

2006~2017 年，公司营业收入从 1112 亿日元增长至 2958 亿日元，年均复合增速 9.3%。从增速变化上来看，2006~2012 年公司收入波动比较大，年均复合增速为 14.4%。2013 年以后，公司的收入趋于稳定，增速降至 5%左右，2013~2017 年的年均复合增速为 3.6%。

2006 年~2009 年，日本维修公司与永旺技术服务公司合并扩大了规模，并且当时的需求由从设施管理、警卫、清扫等单一管理转向了综合管理，更加需要综合力比较强的公司。同时，公共设施的管理也“由官到民”，扩大了设施物业管理公司的收费范围。由于当时出现了一些电梯和瓦斯事故，物业管理业界对管理端质量的要求开始加强。此时公司已国际质量标准“ISO9001”认证，也使得永旺永乐的竞争力增强。

2010 年公司和 CERTO 合并，开辟了资材采购和自动售货机运营业务，给顾客提供更全面的服务，受合并的影响，公司营业收入由 1403 亿日元，提升到了 1709 亿日元。2011 年，由于东日本大地震的影响，日本国内经济一时也陷入了停滞。之后，随着供应链的恢复，各个企业的生产活动和个人消费也渐渐开始恢复。但是，在经济层面仍有很多不稳定的因素，但是环保节能的需求开始变高。LED 等环保材料的安装以及节能、修缮工事等业务的订单增加，驱动收入上升。2012 年开始进入中国和东南亚市场，通过兼并当地的物业管理公司，各方面的服务也趋于完善。

2013 年以后，公司的收入增长趋于稳定，但增速比较缓慢，2013~2017 年均增速仅 3.6%。一方面是由于日本国内的设施市场基本趋于稳定，而海外市场的拓展仍处于初期还不能形成规模收入。另一方也是由于永旺集团扩张的脚步相对放缓。

图 31：永旺永乐 2006~2017 年的收入变化


资料来源：公司年报、东方证券研究所

分部来看保洁、设施管理、保安三块业务收入占比较高达到了 51.1%，且这三块业务增长相对平缓。三者 2010~2017 年的年均复合增速分别为 4.3%、4.0%、4.4%。器材采购、建筑工程和装修、自动售货机运营和客户支持 4 个业务板块增速比较快，2010~2017 年的年均复合增速分别为 15.2%、13.9%、9.7%、21.5%。

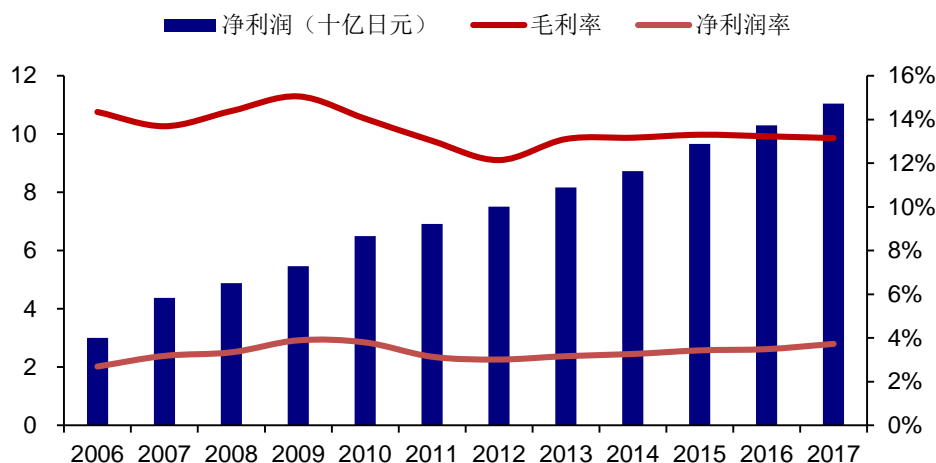
表 4：永旺永乐各板块业务情况

营收 (十亿日元)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
保洁	41.1	39.9	40.5	42.3	44.3	47.9	53.4	55.3
YoY	-8.7%	-3.1%	1.7%	4.4%	4.6%	8.1%	11.5%	3.6%
设施管理	40.0	42.1	42.1	43.5	45.8	49.0	50.6	52.7
YoY	-4.0%	5.3%	-0.2%	3.3%	5.5%	6.8%	3.2%	4.2%
器材采购	18.7	36.7	39.3	44.5	47.6	50.5	50.7	50.3
YoY	-	96.2%	7.0%	13.4%	6.9%	6.1%	0.4%	-0.9%
保安	32.1	32.2	31.8	34.2	36.6	38.5	41.1	43.3
YoY	-6.4%	0.5%	-1.3%	7.7%	7.0%	5.0%	6.8%	5.4%
建筑和装修工程	16.4	28.5	53.1	45.6	42.0	43.9	45.8	40.9
YoY	18.2%	73.6%	86.1%	-14.0%	-8.0%	4.5%	4.5%	-10.7%
自动售货机运营	17.2	32.3	31.2	33.3	34.8	32.7	32.9	32.8
YoY	-	87.8%	-3.3%	6.8%	4.5%	-6.0%	0.4%	-0.1%
客户支持	5.3	8.0	10.8	13.6	15.5	18.6	20.3	20.6
YoY	-	51.4%	35.6%	25.2%	14.5%	20.1%	8.9%	1.4%

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

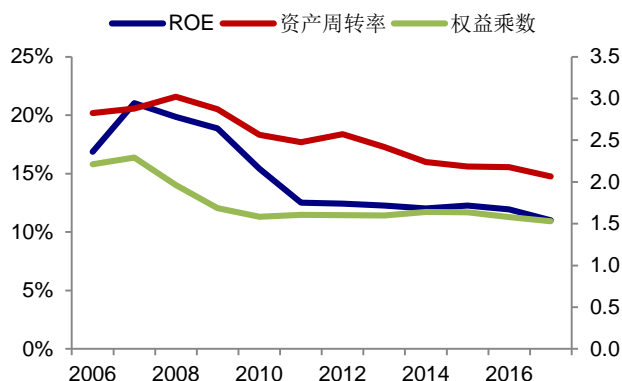
盈利能力稳定, 利润波动明显低于收入波动。公司的毛率先升后降, 波动区间在 12%~15%之间。2009~2012 年毛利率由 15.1%下降 3 个百分点至 12.1%，主要是由于新增了利润率相对较低的资材采购和自动售货机运营管理业务板块。2013~2017 年基本稳定在 13.0%左右，5 年平均值为 13.2%。净利润率的波动性较毛利率更低，2006 年以来基本维持在 3%~4%之间。2013~2017 年 5 年平均值为 3.4%。公司的盈利稳定型好与其成本结构密切相关，在公司的成本结构中，支付的外包费用和人力成本超过 60%。因此当遇到外部冲击时，公司在收入下降的情况下，可以迅速同步收缩成本，维持盈利。

图 32：永旺永乐 2006~2017 年净利润及利润率变化

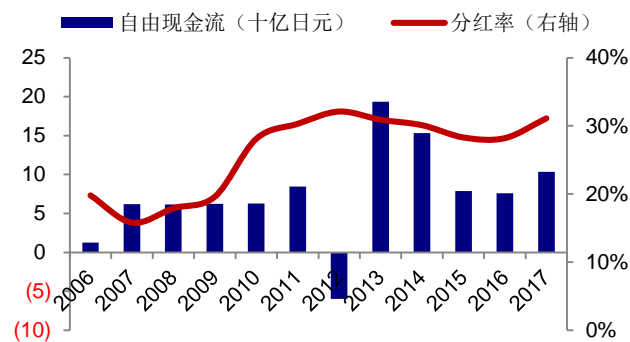


资料来源：公司年报、东方证券研究所

公司自由现金流充沛, 股本回报率先升后降。2006~2017 年公司的 ROE 先升后降, 2017 年的 ROE 为 11.0%。2007 年开始, 公司的 ROE 持续下降, 从 21.0%逐年下降至 11.0%。ROE 持续下降的原因主要是公司在开始进行资材采购业务以后需要代替客户承担库存和物流功能导致周转速度下降。同时, 永旺集团 LED 等材料的安装也导致现金周转周期拉长。在周转速度的下降的同时, 权益乘数也出现了下滑, 两者共同拖累 ROE 下行。公司的现金流状况良好, 2006~2017 年只有 2012 年出现了自由现金流为负的情况, 近 5 年自由现金流均为正。公司分红率比较一般, 近 5 年维持在 30%左右。

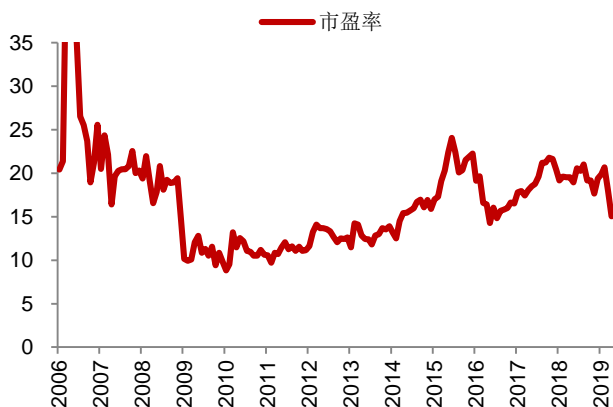
图 33：2006~2017 年永旺永乐 ROE 变化趋势


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 34：永旺永乐现金流状况良好，分红率一般


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

从资本市场的角度来看，长期内永旺永乐股价基本与 TPX（东证一部）指数走势一致，没有明显超越指数的表现。剔除 2006 年并购后的市盈率极高点，2007 年至今的平均市盈率为 16 倍。从股价和市盈率的变化来看，市场对于 2012 年以后，公司进行的一系列海外并购是认可的，在一定程度上提振了估值。

图 35：2006~2017 年永旺永乐市盈率变化趋势


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 36：永旺永乐股价走势


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

2.3 综合设施管理服务商或是中国第三方物管企业的方向

2.3.1 他山之石：通向综合设施管理服务商之路

索迪斯和永旺永乐都是优秀的综合设施管理服务商，前者是全球龙头企业，后者则是日本市场的领头羊。两家公司都具备向客户提供一体化解决方案的能力，并以此构筑了自己的竞争壁垒。回顾索迪斯与永旺永乐的发展路径，他们都选择了**先实现基于自身竞争优势的内生增长，再外延并购的发展策略**。

内生增长方面，综合设施管理服务巨头先在具备竞争优势的单点业务上取得领先地位，再持续的进行投入，对中后台进行技术建设，加强服务支持能力，增大营销支出，提高在客户心智中的认可程度和品牌印象。两者结合为优势业务进入持续加强的正循环提供动力。例如索迪斯的餐饮服务和永旺永乐的保洁服务。

外延并购方面，综合设施管理服务巨头通常会在优势业务领域和本国市场确立优势，并且发展到一定规模后再寻求并购扩张。并购的目的在于增加业务领域和新增市场，而非单纯追求单点业务的规模扩张。通过外延并购实现多元服务能力的提升和国际市场布局，使得公司规模良性扩大，成为综合设施管理服务巨头。

图 37：国际综合设施管理服务巨头发展路径

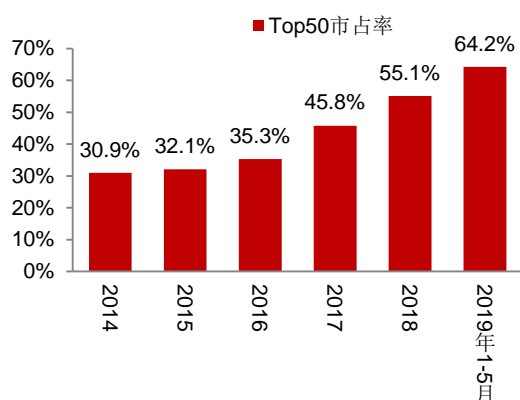


资料来源：东方证券研究所

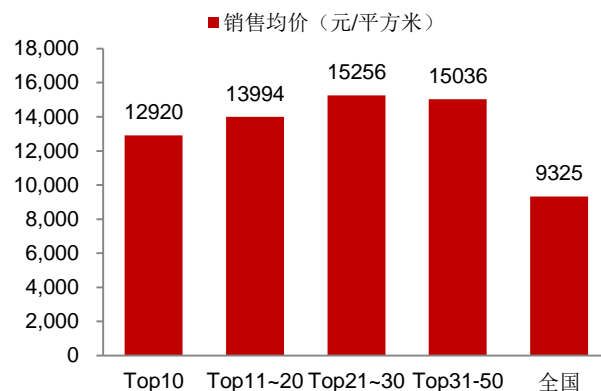
2.3.2 中国第三方物管企业突围

我们定义中国的第三方物管企业为非开发商投资设立、无开发商背景的独立物业管理企业。我们认为对于第三方物管企业而言，借鉴索迪斯与永旺永乐的经验，向综合设施管理服务商发展，应当是一条可行的突围之路。其原因在于：

- 1) **中国房地产行业的集中度不断上升，第三方物管企业获取项目难度加大。**根据克尔瑞数据，2019年1~5月Top50房企的市占率为64.2%，较2018年底进一步上升了9.1个百分点。Top50房企中仅绿地和首创没有自己的物管企业，头部房企将项目交由第三方物管企业管理的可能性较小。绿地将其物管企业出售给了雅居乐，实际也是地产系联合，首创则选择了万科物业。因此，第三方物管企业在房地产行业集中度上升的背景下，获取项目的难度加大。尤其是业主支付能力较强的优质楼盘更加集中在头部开发商手中。

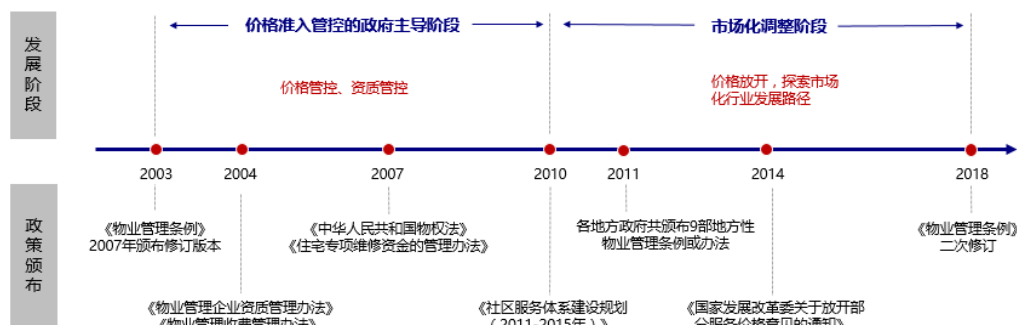
图 38：Top50 房企市占率持续提升


资料来源：克而瑞、东方证券研究所

图 39：Top50 的销售均价明显高于全国平均售价


资料来源：克而瑞、东方证券研究所

- 2) 中国住宅物业管理服务的定价仍不够市场化，整合长尾开发商的项目可能面临较大盈利压力。我国的住宅物管正处于从价格管控向市场化收费的转型阶段。2003 年以来，我国对住宅物业管理实行的是资质管控和价格管控，由价格主管部门确定基准价和浮动区间，业主和物管企业据此在合同中进行具体约定。2011 年后，非保障性住房的物业收费定价逐渐放开，但保障性住房、房改房、老旧住宅小区和前期物业管理服务收费，仍由原部门制定指导价格。第三方物业企业如果通过并购长尾开发商的旧盘项目，则面临提价困难的问题。而对于老旧项目的整合又需要持续投入，盈利压力会比较大。

图 40：中国物业行业主要政策


资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

- 3) 索迪斯和永旺永乐不依靠住宅管理仍然取得了巨大的成功，非居住物业市场空间可观。法国和日本都没有像中国如此庞大的房地产市场，索迪斯和永旺永乐创立之初所开展的业务均与居住物业无关。但它们依靠内生外延，参与全球竞争均取得了巨大成功。根据永旺永乐的测算，中

国及其周边地区的综合设施管理服务的潜在市场规模为 24 万亿日元，折合人民币约 1.5 万亿人民币，保守估计中国市场占比 50%，国内的潜在市场空间也将达到 7500 亿元。永旺永乐作为日本市场的最大龙头，其市占率为 7.5%，考虑中国市场更大，保守估计最大的龙头能占据 7% 的份额，那么可实现 525 亿的收入。

综上所述，我们相信向综合设施管理服务发展是国内第三方物管企业的可行之路。第三方物管企业要成功实现突围，我们认为应该做到：

- 1) 聚焦优势业务，不断提升其竞争力，持续投入中后台建设，增强现代化服务能力。
- 2) 积极借力资本市场，未上市的要谋求登陆资本市场，已上市的要把握窗口期，积极融资。
- 3) 主动进行并购，减少单纯为了扩大住宅面积管理规模的低效并购，增加资质型物管企业并购，拓展服务领域。国内市场空间足够，目前无需进行跨国并购，但可进行跨省市并购，以拓展区域市场。

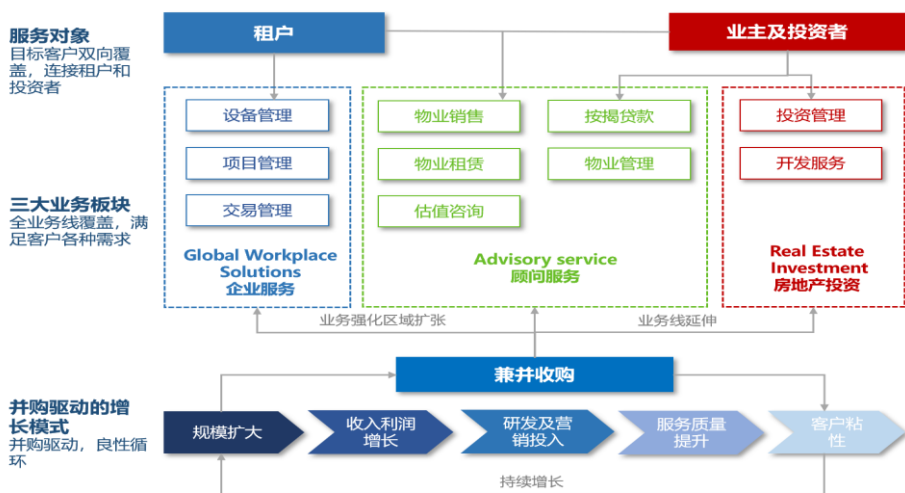
3 纵向一体化：交易型物管龙头

3.1 世邦魏理仕：全球商业地产服务龙头公司

世邦魏理仕集团 (CBRE) 于 1906 年成立于旧金山，在 100 多年的发展历程中，先后经历三次 IPO 和两次私有化，从一家加州的房地产服务商成长为现今全球规模最大的商业地产服务和投资公司。公司成立之初主要从事租赁咨询和物业销售业务，随后逐渐延伸至租户物业外包、评估咨询、按揭融资、投资管理等多个领域。2018 年世邦魏理仕公司调整了组织结构，将其业务线划分为三大业务板块，分别为顾问服务，全球企业服务，房地产投资。根据公司 2018 年报数据，顾问服务、跨国企业服务和房地产投资分别占总费用收入 (fee revenue，总收入减去人力费用补偿和转包供应商成本) 的 70%，25% 和 5%。2018 年公司实现营业收入 213.4 亿美元，同比增长 14.6%，费用收入 108.4 亿元，同比增长 15.2%，净利润 8.8 亿美元，同比增长 24.1%。

3.1.1 三大板块联动，并购驱动的经营模式

世邦魏理仕集团从物业租赁和销售起家，业务线围绕房地产服务向外延展，发展到今天已经实现了房地产服务的全业务覆盖，囊括物业租赁、物业销售、物业外包、估值咨询、按揭融资、投资管理、开发服务等。2018 年公司重新调整了组织结构，形成了新的三大业务板块：顾问服务、跨国企业服务及房地产投资。

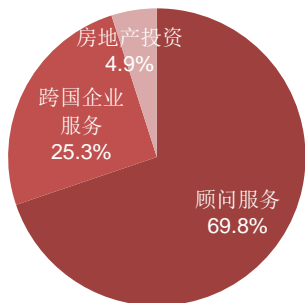
图 41：世邦魏理仕商业模式


资料来源：公司年报、东方证券研究所

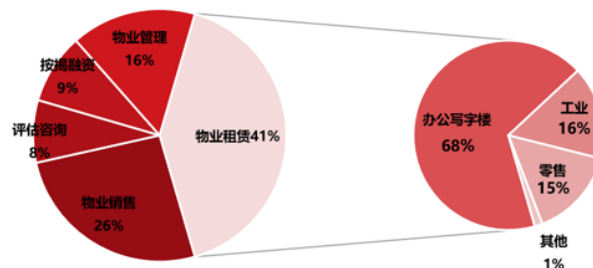
顾问服务：顾问服务包括物业租赁、物业销售、估值咨询、按揭融资、物业管理等服务。世邦魏理仕凭借市场大数据的优势和全球运营平台，为客户提供针对不同物业类型提供战略性全周期的顾问及交易服务。2018 年顾问服务板块实现总费用收入 75.6 亿美元，其中物业租赁和物业销售分别占比 41% 和 26%。从物业种类细分来看，写字楼相关的咨询服务是收入的主要来源，2018 年写字楼租赁业务的交易金额达到 1020 亿美元，占比 68%，销售业务的交易金额达到 880 亿美元，占比 38%。

全球企业服务：全球企业服务即为租户物业外包服务，主要设备管理和项目管理。公司在全球拥有 33700 多名设施管理顾问以及 14000 多名工程技术专业人员，通过本地化定制解决方案，为企业客户提供国际一流的的设备管理服务。同时公司拥有逾 350 位 LEED 认证专业人员，组成了世界领先的商业地产项目管理网络，通过多种人员配置模式、供应链优化给客户id提供全周期的项目管理方案。2018 年公司设备管理业务在管面积超过 3.1 亿平方米，拥有 1740 万租户，客户留存率超过 90%，客户满意度超过 95%。

房地产投资：房地产投资板块包括投资管理服务（CBRE Global Investors）和开发服务（Trammell Crow Company）。世邦魏理仕是房地产投资管理的行业领军者，拥有超过 40 年的投资管理经验，2018 年公司管理的资产规模达到 1072 亿美元，正在开发的房地产项目总额超过 97 亿美元。

图 42：2018 年世邦魏理仕收入分布


资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 43：2018 年顾问服务收入构成


资料来源：公司年报、东方证券研究所

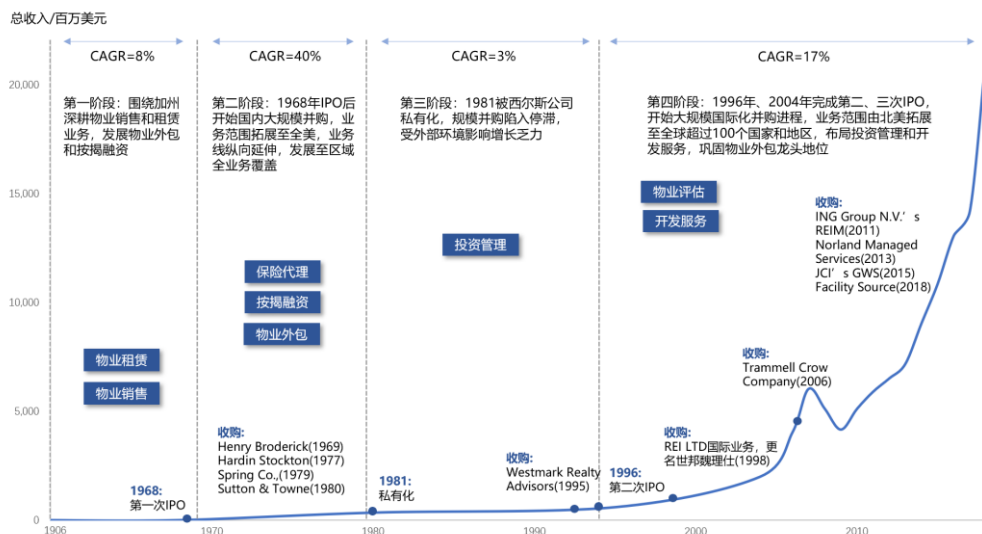
3.1.2 大规模进行国内与国际并购，实现区域扩张发展

世邦魏理仕公司从 1906 年成立，到发展成为现在的全球商业地产服务龙头，纵观其百年发展历史，持续的并购活动对其规模扩大和收入增长起到了重大作用。公司在 1968~1980 年和 1996 年至今这两段历史区间里收入规模成倍增长，伴随的是在美国本土和国际市场上持续进行的规模化并购。持续并购不仅让世邦魏理仕实现了空间上经营区域的扩张，同时纵向不断延伸业务范围，强化行业龙头地位。

1906~1967 年间公司一直围绕旧金山和洛杉矶发展物业租赁和销售业务，直到 1968 年上市之前，公司的业务也仅仅覆盖了美国西部的加利福尼亚州和内华达州，收入规模约为 500 万美元。1968 年公司完成了第一次 IPO，同时开始了全国性的并购活动。1968~1980 年间，公司先后进行了 12 次并购，覆盖区域拓展至美国北部和东部，并购标的的业务范围包含了住房销售、物业租赁、按揭贷款、保险代理，在巩固已有业务的同时向外延展，丰富了自己的业务线。世邦魏理仕通过积极的国内并购快速扩大了自身规模，1980 年营业收入达到 3 亿美元，相较上市之前增长近六十倍。

1981 年公司被美国西尔斯公司私有化之后停止了持续并购的脚步，并在 1989 年被公司员工重新收购独立出来。公司 1995 年的营业收入为 4.69 亿美元，较 1980 年增长了 56.3%，年均复合增速仅为 3.7%。1996 年公司完成了第二次 IPO，开启了全球化的并购进程。公司在 1998 年完成了对英国 REI LTD 公司在英国以外全部国际业务的重大收购，更名为世邦魏理仕。同年公司收购了总部位于伦敦的龙头物业服务公司 Hillier Parker May & Rowden，这使得世邦魏理仕成为全球第一家在世界各主要商业中心都有分支机构的房地产服务公司。

在通过并购完成区域拓展的同时，公司也在不断强化和巩固其在租户物业外包领域的龙头地位，并加码房地产开发和投资管理业务。2006 年耗资 22 亿美元收购 Trammell Crow Company，完成对开发服务领域的布局。2011 年收购 ING Group N.V. 公司的房地产投资管理业务，在投资管理行业获得领先地位。2013~2018 年持续深化设备管理领域布局，接连收购 Norland Managed Services, JCI 公司的 Global Workplace Solutions 业务和 FacilitySource。

图 44：世邦魏理仕百年发展史


资料来源：公司年报、东方证券研究所

表 5：世邦魏理仕并购时间表

时间	标的	主营业务	简介
1969 年	Henry Broderick	物业销售	业务拓展至西雅图
1977 年	Hardin Stockton	物业租赁销售	业务拓展至堪萨斯城
1979 年	Spring Co.,	物业租赁销售	
1979 年	Jenson, Woodward & Lozier, Inc	保险代理	业务线延伸
1980 年	Sutton & Towne	物业租赁	收购纽约商业地产和写字楼租赁市场龙头
1995 年	Westmark Realty Advisors	投资管理	业务线延伸至房地产投资管理
1996 年	L.J. Melody & Company	按揭业务	收购抵押贷款银行，强化按揭业务
1997 年	Koll Real Estate Services	设备管理	收购综合性房地产服务商，强化各业务线实力
1998 年	REI LTD's international business	综合房地产服务	业务拓展至全球，覆盖 29 个国家
2003 年	Insignia Financial Group	综合房地产服务	成为伦敦和纽约房地产服务龙头，覆盖全球商业中心
2006 年	Trammell Crow Company	开发服务	业务线延伸至开发服务
2011 年	ING Group N.V.'s REIM	投资管理	取得投资管理领军地位
2013 年	Norland Managed Services Ltd	设备管理	收购英国和爱尔兰地区的领军企业
2015 年	JCI's Global Workplace Solutions	设备管理	收购全球设备管理服务领军企业
2018 年	FacilitySource	设备管理	巩固龙头地位

数据来源：公司年报、东方证券研究所

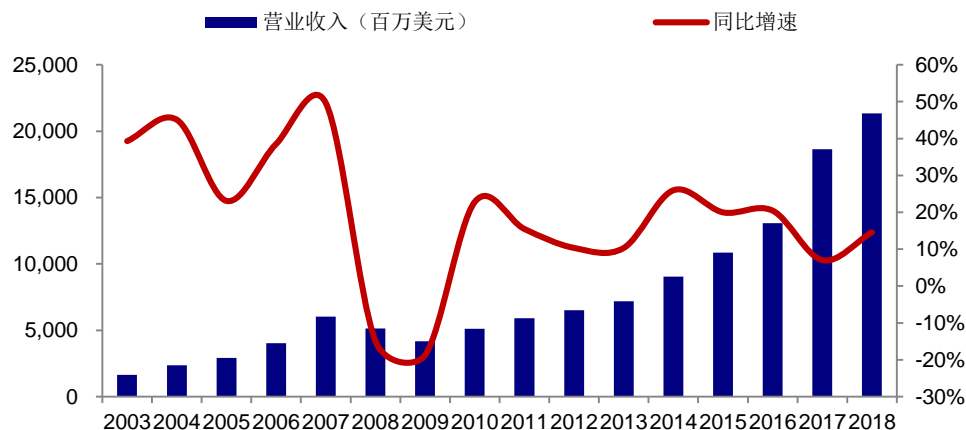
梳理世邦魏理仕公司长达 50 年的并购历史，我们可以发现如下规律：

- 1) 公司上市给并购活动带来了极大的助力，公司大举并购都发生在上市之后。和索迪斯一样，世邦魏理仕的并购也依赖于资本市场的支持。世邦魏理仕先后经历三次 IPO 和两次私有化，其大规模的国内和国际并购都发生在公司上市之后，未上市和私有化期间仅在 1995 年完成了一次并购。
- 2) 公司通过外延并购实现国内和地区的区域扩张，同时强化业务线能力。公司在 1968-1980 年的持续并购完成了房地产业务在美国本土市场的覆盖，1996 年至今的并购完成了全球范围的业务拓展。公司收购的标的多为区域龙头房地产服务公司，避免了在进入新市场时的直接竞争，实现区域渗透的同时强化自身业务线实力。
- 3) 公司的并购是对主营业务的纵向深化，不断巩固行业龙头地位。不同于索迪斯的是，世邦魏理仕的并购活动始终围绕核心业务展开，即物业租赁、物业销售和物业外包。公司在持续并购中不断强化其核心业务的实力，实现区域扩张和资源整合，巩固其在全球房地产服务中的龙头地位。围绕租赁、销售和外包业务布局投资管理、按揭融资和开发服务，完善公司业务线，满足租户和投资者的各种需求，实现全业务覆盖。

3.1.3 营业收入高速增长，毛利率逐渐下滑

公司在 2004 年第三次上市之后，除了在 2008 和 2009 年受金融危机影响收入出现了同比下滑，每年的营业收入都保持了 10% 以上的同比增长。公司 2018 年总收入为 213.4 亿美元，相较 2004 年 23.7 亿美元的营收增长约 8 倍，年复合增速 17%，近 5 年复合增速 24%。（公司收入确认方式在 2018 年发生了调整，经调整后的年复合增速约为 16%，近 5 年复合增速 15%）业务细分上看，公司费用收入主要来源于物业租赁，物业销售和物业外包，2018 年收入分别为 34、19 和 10 亿美元，占总费用收入的 31%、18% 和 28%。

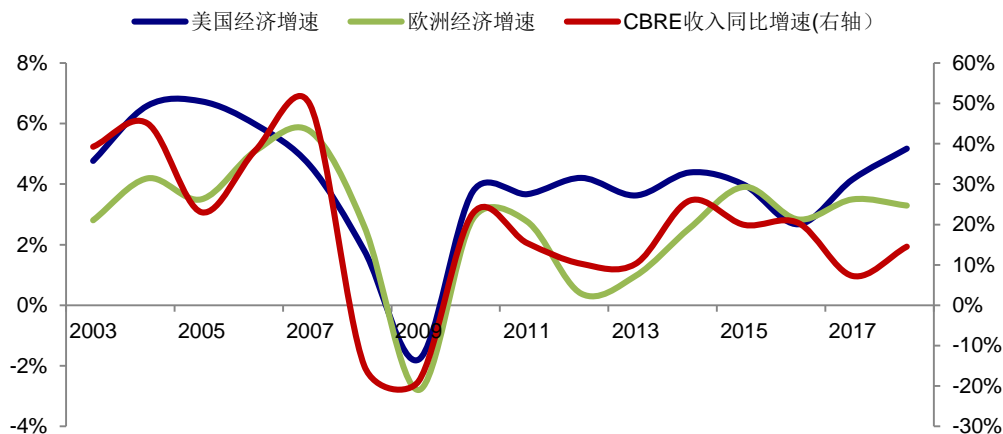
图 45：世邦魏理仕 2003~2018 年收入增速



资料来源：公司年报、东方证券研究所

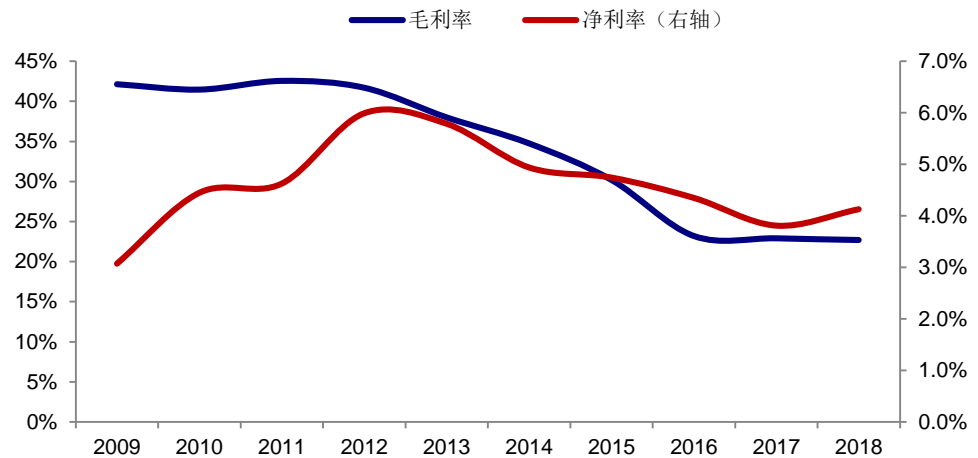
收入增速与宏观经济变化高度相关，且波动较大，表现出一定的周期性。公司的费用收入很大一部分来源于公司促成物业租赁和销售交易所提供的顾问咨询服务，2018年公司三大业务板块中的顾问服务占据了总费用收入的70%，其中的物业租赁和销售占到了总费用收入的49%。同时从物业种类上看，物业租赁和销售都是以办公写字楼和商业建筑为主，经济下行周期中这些物业的资产价格快速下跌，交易活跃度下降，公司能从物业交易中赚取的服务费相应减少。因此，公司整体的收入情况将很大地收到宏观经济的影响，并且表现出较大的波动性，经济下行、流动性压力、政治风险等因素都有可能对公司的稳定增长产生强烈的负面作用。区域上看，公司的收入有61%来源于以美国为主的美洲地区，26%来源于以欧洲国家为主的EMEA地区，公司整体的增长将很大程度上受到美国和欧洲经济变化的影响。

图 46：世邦魏理仕收入对于经济周期比较敏感



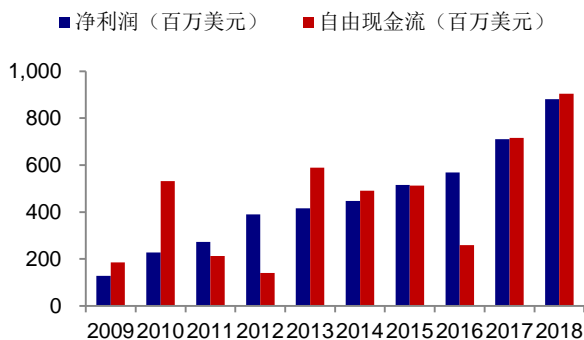
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

持续并购设备管理公司，外包业务比重上升，毛利率逐渐下降。公司认为业主将物业外包给第三方专业机构进行管理是未来的发展趋势。公司从2013年开始重点收购设备管理公司，外包物业在收入中的比重逐渐上升。随着外包业务的增长，公司的盈利结构也发生了改变，2013年以前公司的租赁咨询和物业销售业务使得公司的毛利率常年维持在40%以上。从2013年开始，公司毛利率开始发生明显下滑，由2013年41.7%下降到了2018年的22.9%。而公司对净利率的控制比较稳定，2009~2018年公司的净利率一直保持4%~5%左右，这一变化的原因是公司成本结构中服务成本的比重上升和经营管理费用的占比下降。

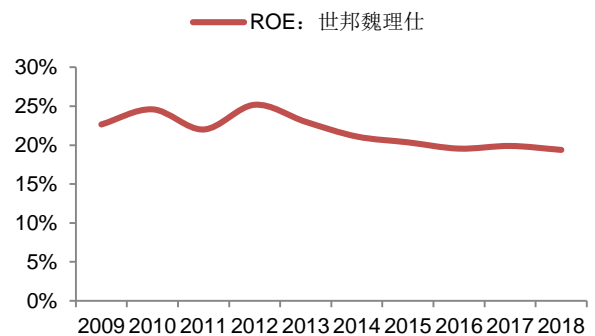
图 47：世邦魏理仕毛利率与净利率变化


资料来源：公司年报、东方证券研究所

公司现金流状况良好，股本回报率小幅滑坡。公司在 2008 年金融危机过后一直保持了良好的现金流状况，2009~2018 年净利润和自由现金流均为正，10 年间累计产生自由现金流 45.4 亿美元。近五年中除 2016 年外自由现金流与净利润比值都在 1 左右，反映了公司良好的盈利质量。公司近 10 年的平均股本回报率保持在 20%左右，但呈现小幅滑坡的趋势，其下降主要是由公司近几年资产负债率降低所导致。

图 48：2009~2018 年世邦魏理仕净利润及自由现金流变化


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

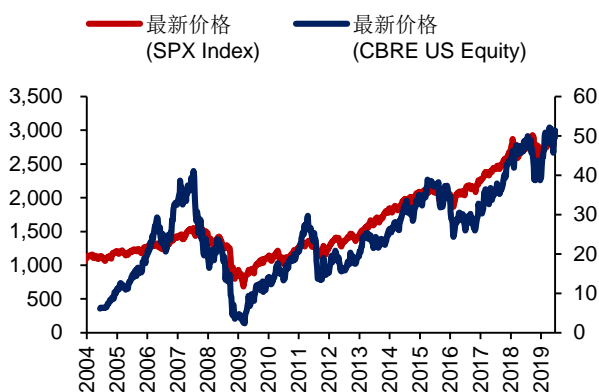
图 49：世邦魏理仕 ROE 保持在 20%左右


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

股价跟随市场波动，市盈率保持稳定。公司的股价变化和市场整体的走势保持一致，公司在 2008 年金融危机以前股价达到顶点，市值超过 80 亿美元，随后快速下跌，同时市盈率也从 25 倍跌至 5 倍以下。金融危机过后公司的股价稳步提升，但是依然受到整体市场走势的影响，表现出明显的波

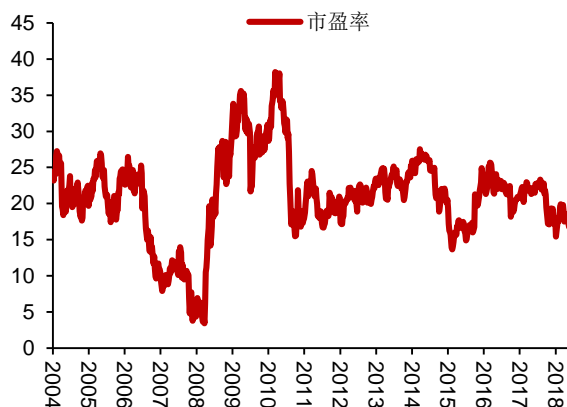
动性。公司近五年的市盈率稳定在 20 倍左右，并购活动对估值的提升并不明显，估值倍数整体还是受到市场大环境的影响。

图 50：2004~2019 年世邦魏理仕股价变化



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 51：2004~2019 年世邦魏理仕市盈率变化



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

3.2 仲量联行：全球商业地产服务龙头公司

仲量联行的前身仲量行（Jones Lang Wootton）的历史始于 1783 年，作为拍卖行由理查·温斯坦利（Richard Winstanley）创立于伦敦，1999 年与拉塞尔合伙公司（LaSalle Partners）合并成立仲量联行，现如今已经发展成为全球房地产投资管理领军企业。公司业务分为六大板块，分别是物业租赁，物业设备管理、顾问咨询、资本市场、项目开发服务以及领盛投资管理（LaSalle）。截至 2018 年底，公司业务遍及全球 80 多个国家，拥有逾 300 个分公司，全球员工人数超过 90000 人。2018 年公司实现营业收入 163.2 亿美元，同比增长 12.9%，实现费用收入 65 亿美元，同比增长 14%。

3.2.1 房地产服务全周期覆盖的经营模式

1945 年，伦敦在第二次世界大战的炮火中毁于一旦，仲量行在参与伦敦战后地产记录重建的同时获得了伦敦的土地开发许可和大块土地的委托代理权，其位于格雷欣大街的柏灵顿住宅项目大获成功，随后公司便开始进行房地产开发和租赁业务。公司经过一百多年的发展，逐渐形成了现在的六大业务板块，即物业租赁，物业设备管理、顾问咨询、资本市场、项目开发服务以及投资管理，业务涵盖房地产服务的整个生命周期。

图 52：仲量联行经营模式


资料来源：公司年报、东方证券研究所

房地产服务：房地产服务包括了物业租赁、物业设备管理、项目开发服务、资本市场以及顾问咨询五个板块的业务，覆盖了物业服务从选址设计、融资规划、装修开发到物业租赁、设备管理整个生命周期。2018 年公司房地产服务的总收入为 157.8 亿美元，占集团总收入的 97%，同比增长 12.9%。细分来看，物业设备管理是收入的主要来源，2018 年实现收入 87.8 亿元，占到总收入的 50% 以上。从费用收入的角度来看，物业租赁、物业设备管理和资本市场占主要部分，分别占总费用收入的 36%，18% 和 17%。

物业租赁：公司致力于为顾客找到最合适的物业组合策略，签署或续签具有最佳条款的租约。公司通过收集客户的业务、市场、选址和员工的实时数据，运用大数据充分考虑人才资源、生活成本、税收优惠、医疗便利等关键因素选择合适物业。2018 年物业租赁业务实现收入 23.7 亿美元，费用收入 23.0 亿美元。

物业设备管理：物业设备管理为业主提供办公、工业、零售、多户型住宅和专业物业的现场管理服务，通过自有员工或与第三方供应商建立合作关系，在降低运营成本的同时维持高入住率和客户满意度。2018 年公司在管面积为 3.1 亿平方米，实现收入 87.8 亿美元，费用收入 11.6 亿美元。

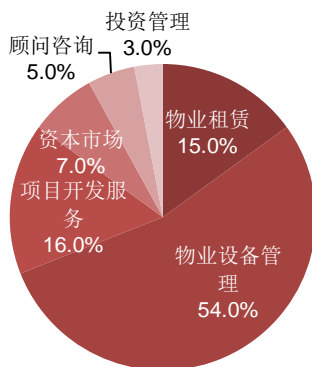
资本市场：资本市场包括房地产销售和收购、房地产融资、私募股权配售、投资组合咨询活动，以及公司财务建议和执行。公司结合自身对本地市场的了解和拥有的全球资本资源，为房地产交易融资提供有力支持，满足客户在国际市场上的房地产销售和投资需求。2018 年资本市场业务实现收入 11.4 亿元，费用收入 10.9 亿元。

项目开发服务：项目开发服务为承租人、业主和投资者提供咨询、设计、管理和建造服务，帮助客户完成资本规划、项目搬迁、室内装修设计及建筑施工及翻新。除企业外，公司也为公共部门提供这些服务，包括军队、政府及教育机构。2018 年项目开发服务实现收入 26.7 亿美元，费用收入 8.0 亿美元。

顾问咨询：顾问咨询服务提供创新、结果驱动的房地产解决方案，以实现客户的业务目标，内容涵盖技术执行及优化、兼并收购、资产管理、投资组合策略、工作场所解决策略、选址、行业研究、财务优化、组织结构策略和 6-sigma 流程解决方案。2018 年顾问咨询实现收入 8.2 亿元，费用收入 6.2 亿元。

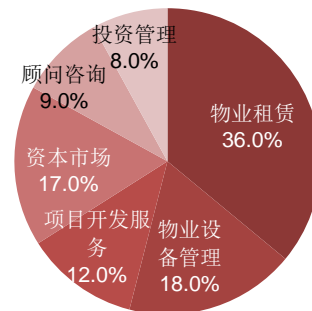
投资管理：LaSalle 是世界上最大的房地产投资管理公司之一，截至 2018 年底，公司管理资产规模达到 605 亿美元。公司根据客户对于投资策略、资产配置、风险回报偏好和流动性压力的各种需求，来设计不同的产品和服务，投资标的的范围包括多种类型的房地产（办公、零售、工业、康养和家庭住宅等）及债务投资。公司既提供混合投资基金，也可以为客户设立单独账户，同时包括公开市场上的房地产投资信托（REITs）和其他房地产公司发行的证券。

图 53：仲量联行 2018 年总收入结构



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

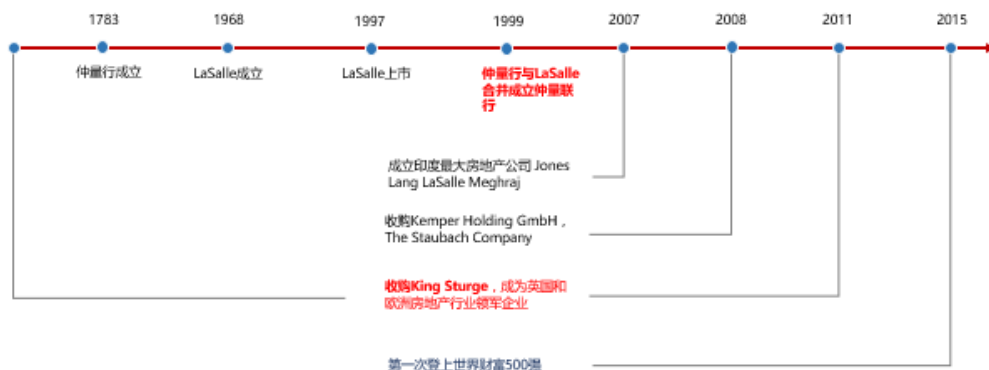
图 54：仲量联行 2018 年费用收入结构



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

3.2.2 持续并购扩大业务规模，深化地产服务，巩固领先地位

1958 年仲量行在悉尼和墨尔本设立办事处，业务范围第一次走出英国进入澳大利亚，随后公司便开始了全球化扩张。1999 年与拉塞尔合伙公司合并之前，仲量行的扩张模式以在新地区设立办事处为主，在此期间公司的业务逐渐延伸至欧洲、美洲和亚洲，并完成了对主要商业中心的覆盖。1999 年仲量行与拉塞尔公司合并成立仲量联行，从 2004 年开始公司实行了积极的并购策略，2004~2019 年间公司一共完成了 130 项商业并购，仅 2016 年公司就完成了接近 30 项并购。公司通过持续的并购不断强化自身在地产服务领域的领先优势，在区域上成为行业龙头。

图 55：仲量联行发展历史


资料来源：公司年报、东方证券研究所

表 6：仲量联行并购时间表

时间	标的	主营业务	简介
2007 年	Upstream	房地产服务	收购美国东海岸领先的房地产公司，强化业务实力
2008 年	Kemper's Group	房地产咨询	强化在英国和荷兰的顾问咨询服务领先地位
2008 年	The Staubach Company	零售物业咨询	成为德国最大的房地产咨询公司
2011 年	King Sturge LLP	物业租赁	扩展了在美国的覆盖率，成为公共领域服务佼佼者
2011 年	Procon	物业咨询	成为英国和欧洲大陆房地产服务领军企业
2011 年	DST International	房地产服务	成为印尼市场最大的房地产服务公司
2011 年	Keystone Partners	物业销售	加强物业销售业务
2012 年	MPS Property	房地产服务	加强综合房地产服务能力
2012 年	JER Partners	物业租赁及项目管理	加强物业租赁业务
2012 年	Credo Real Estate	投资管理	加强投资管理业务
2012 年	360 Commercial Partners	集体及个人住宅物业咨询	加强综合房地产服务能力
2015 年	Corrigo	工业物业销售及租赁	拓展工业物业销售及租赁领域
2015 年	Oak Grove Capital	设备管理	加强全球设备管理业务，促进数字化转型，加速科技创新
2016 年	Integral UK Ltd	按揭融资	加强按揭融资业务实力，与房利美、房地美等公司建立合作
2018 年	ValuD Consulting	机械电子设备管理	强化欧美地区设备管理业务

数据来源：公司年报、东方证券研究所

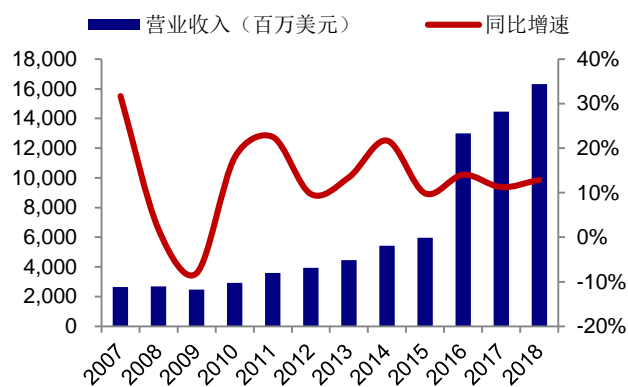
围绕地产服务直接并购区域竞争者，强化业务实力，巩固领先地位。与世邦魏理仕不同的在于，仲量联行在合并之前已经通过自设办事处的方式完成了对全球主要商业中心的覆盖。公司在 2004 年以后围绕地产服务开始大规模的并购活动，并购对象多为已覆盖地区的直接竞争对手，标的业务范围主要包括物业租赁、物业销售、投资管理等。通过对各区域直接竞争对手的并购，公司有效地避免了地区竞争，同时完成公司间的资源整合，强化业务实力，巩固公司在各地区的领先地位。

3.2.3 收入稳步增长，盈利能力表现出波动性

公司营业收入增长稳定，2018 年实现收入 163.2 亿美元，同比增长 12.9%，近 5 年年复合增速 12%（公司 2018 年改变了收入确认方式，12% 为根据年报调整过后的实际复合增速）。从收入结构上看，物业租赁占总费用收入的 36%，项目设备管理、资本市场和项目开发服务及其他和分别占比 18%、17% 和 12%，顾问咨询和投资管理占比 8% 和 9%。

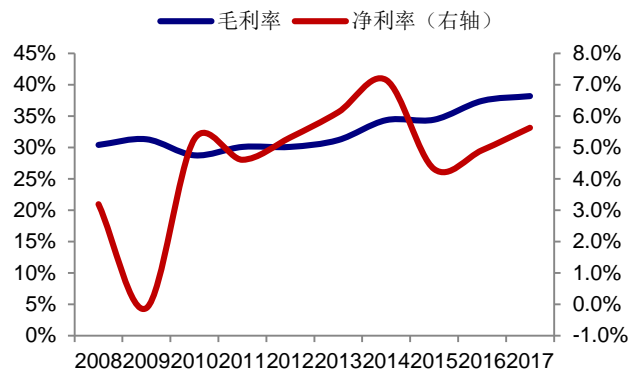
净利率保持稳定，毛利率逐渐上升。公司近年净利率都保持在 5% 左右，2017 年净利率为 5.6%。毛利率呈上升趋势，由 2012 年的 30.1% 上升至 2017 年的 38.1%，原因是由于公司成本结构中薪酬与福利的比重逐渐下降，经营管理费用占比提升。

图 56：仲量联行营业收入变化



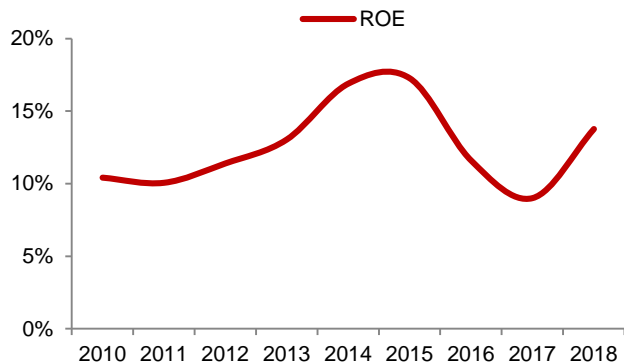
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 57：仲量联行毛利率稳定，净利率波动较大

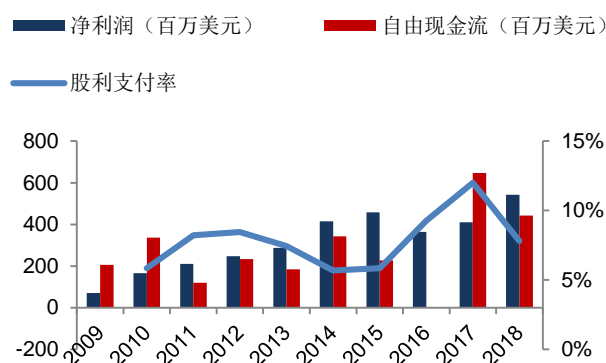


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

股本回报率受净利率变化有所波动，现金流状况良好。公司的 ROE 受到净利率的影响而上下波动，但整体保持在 10% 以上，2018 年 ROE 为 13.8%。公司的自由现金流除 2016 年以外均为正，最近 10 年累计创造自由现金流 27.3 亿美元，2018 年自由现金流为 4.4 亿美元，经营质量良好。公司的股利支付率保持在 8% 左右。

图 58：仲量联行 ROE 变化情况


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

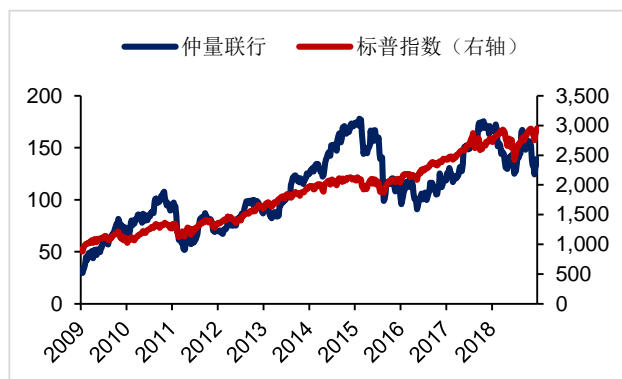
图 59：仲量联行现金流与分红情况


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

股价随市场波动，市盈率保持稳定。公司的股价整体上跟随市场的趋势上下波动，并购活动能够扩大收入规模，但是对股价和市盈率的提振作用有限。公司市盈率在过去几年中一定稳定在 15 倍左右。

图 60：仲量联行市盈率变化


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 61：仲量联行股价走势


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

3.3 进退自如：国内开发商系物管企业的攻守道

3.3.1 他山之石：不动产整体解决方案提供商的发展路径

交易型物管龙头世邦魏理仕和仲量联行选择了纵向一体化的发展策略，经过多年发展，成为了全球首屈一指的不动产整体解决方案提供商。回顾它们的发展路径，它们都是选择了从不动产的交易环节出发，向整条不动产产业链纵向延伸，围绕不动产谋发展，最终成为纵贯不动产交易管理全产业链的一体化解决方案提供商。

世邦魏理仕和仲量联行的最初都是从物业交易环节切入，如物业销售、租赁等。在积累了稳定的客户群体后，逐步开展咨询和物业管理业务。由于客户资源的不断累积和从事不动产管理带来物业信息的持续沉淀，公司进入不动产估值和投资领域。在完成产业链全覆盖后，对业务板块进行整合，分为服务类和资本类。依靠服务和资本两类服务的双轮驱动，公司最终具备为全球客户提供不动产一体化解决方案的能力，实现交易型物管企业的商业闭环。

在它们实现商业闭环的过程中，外延并购必不可少。通过并购获取原来不具备的业务能力以及进入新的市场。国内和国际扩张都主要依赖于对新地区行业领先企业的并购，既避免了本地化竞争压力，又加强了自身的业务实力。

3.3.2 进退自如：开发商系物管企业的攻与守

目前开发商系物管企业仍然是以承接母公司开发项目的住宅物业管理业务为主。以行业龙头之一的碧桂园服务为例，公司 2018 年总收入 46.75 亿元，传统物业服务营收达 34.45 亿元，占比 74%，其中 80% 的收入来自母公司碧桂园集团的开发项目，物业组合中住宅物业占比 95.1%。碧桂园集团拥有超过 2 亿权益建筑面积的土地储备，每年可以为公司输送大量的住宅物业管理项目，是公司实现增长的主要动力。

表 7：主要已上市开发商系物管公司数据 单位：亿元

公司	总收入	物业收入	物业占比	来源于母公司占比	来源于母公司管理面积占比	管理面积中住宅占比
碧桂园服务	46.75	34.45	73.7%	88.6%	80.1%	-
雅生活服务	33.76	16.24	48.1%	69.2%	40.8%	60.4%
永升生活服务	10.75	6.67	62.0%	65.7%	36.3%	81.5%
新城悦	11.50	7.30	63.70%	78.1%	71.0%	77.6%

数据来源：公司年报，东方证券研究所

国内开发商系物管企业相比国际物管龙头有一个优势，即母公司可以稳定提供大量管理面积。住宅管理业务提供了强点业务，类似于索迪斯起步时的餐饮、永旺永乐的维修保洁、世邦的物业销售。依靠母公司提供的支持，公司可以获得稳定的收入来源和现金流。这将使得开发商系的物管企业处于一个非常有利的位置，攻可以横向拓展综合设施管理服务，纵向进行产业链延伸，围绕资产提供服务。守可以固守住宅市场，依靠面积红利发展。

我们认为，开发商系物管企业的多元化策略选择余地非常大，**第一、可以效仿索迪斯、永旺永乐进行横向多元化，由住宅逐步发展到各类非居业态。面向各种业态的物业提供全环境、全设施、全生命周期的各种多元服务，为物业使用方带来更好的空间使用体验。第二、可以学习世邦魏理仕和仲量联行进行纵向一体化发展，但这种模式要求开发商自身具备持有型物业，对商业地产理解深刻。母公司有持有型业态的开发商更具备向这种方向发展的潜力，如万科、华润置地等。**

投资建议：看好开发商系物管企业和战略明确的第三方物管企业

国内物管行业正处在方兴未艾的阶段。借鉴国际物管龙头发展规律，我们认为，1) 开发商系的物管企业攻守兼备，既能在纵横两个维度发展，又可享受面积红利。建议关注中航善达(000043, 未评级)、碧桂园服务(6098, 未评级)、永升生活服务(1995, 未评级)；2) 第三方物管企业可通过横向多元化成为综合设施管理服务商突围，建议关注绿城服务(2869, 未评级)、南都物业(603506, 未评级)。

表 8：上市物业公司估值表

公司名称	公司代码	2019/7/5		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	5.48	0.17	0.22	0.28	0.37	25	29%	0.85
碧桂园服务	6098.HK	421	15.56	0.37	0.46	0.61	0.82	34	30%	1.13
中海物业	2669.HK	121	3.62	0.12	0.16	0.20	0.24	23	26%	0.88
彩生活	1778.HK	65	4.84	0.38	0.46	0.56	0.65	11	20%	0.54
雅生活服务	3319.HK	173	14.72	0.62	0.74	0.96	1.45	20	33%	0.61
永升生活服务	1995.HK	37	5.08	0.24	0.29	0.42	0.65	18	40%	0.45
南都物业	603506.SH	45	3.30	0.09	0.13	0.21	0.31	25	51%	0.50
中奥到家	1538.HK	28	17.87	0.89	0.82	1.02	1.27	22	13%	1.73
佳兆业物业	2168.HK	5	0.66	0.12	-	-	-	-	-	-
奥园健康	3662.HK	18	14.22	0.50	1.01	1.26	0.00	14	-	-
滨江服务	3316.HK	29	4.60	-	0.19	0.31	0.40	24	-	-
浦江中国	1417.HK	18	7.24	0.35	-	-	-	-	-	-
祈福生活服务	3686.HK	10	2.35	0.06	-	-	-	-	-	-
中航善达	000043.SZ	5	0.59	0.07	-	-	-	-	-	-

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。

注 2：以上 EPS 为 wind 一致预期。

风险提示

非市场化定价：国内的住宅物业费定价仍受到一定程度上的管控，目前市场化程度在逐步提高，但存在政策松绑程度不及预期，导致价格提升困难，影响行业增长。

人力成本上升：我国的人口红利正在消退，人工成本持续上升，尤其是社保规范化以后，对于物业管理这样的人力密集型行业存在较大的成本冲击。

多元化发展失败：物管企业发展多元化业务存在失败风险，在以及市场过热的情况下，可能会给出过高的收购溢价，导致多元化发展失败。

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

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

