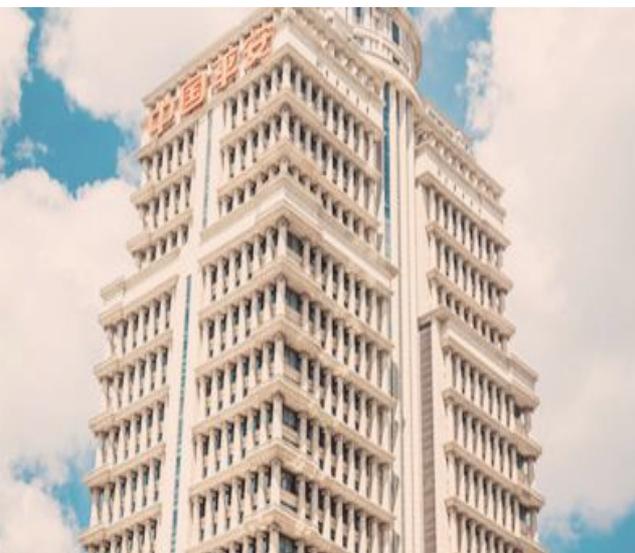


物业管理行业全景图

——“城镇化+消费升级+渗透率提升”多重驱动，物管发展方兴未艾



平安证券股份有限公司

2019年7月29日

证券分析师

杨侃

投资咨询资格编号：S1060514080002

邮箱：YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

研究助理

郑茜文

一般从业资格编号：S1060118080013

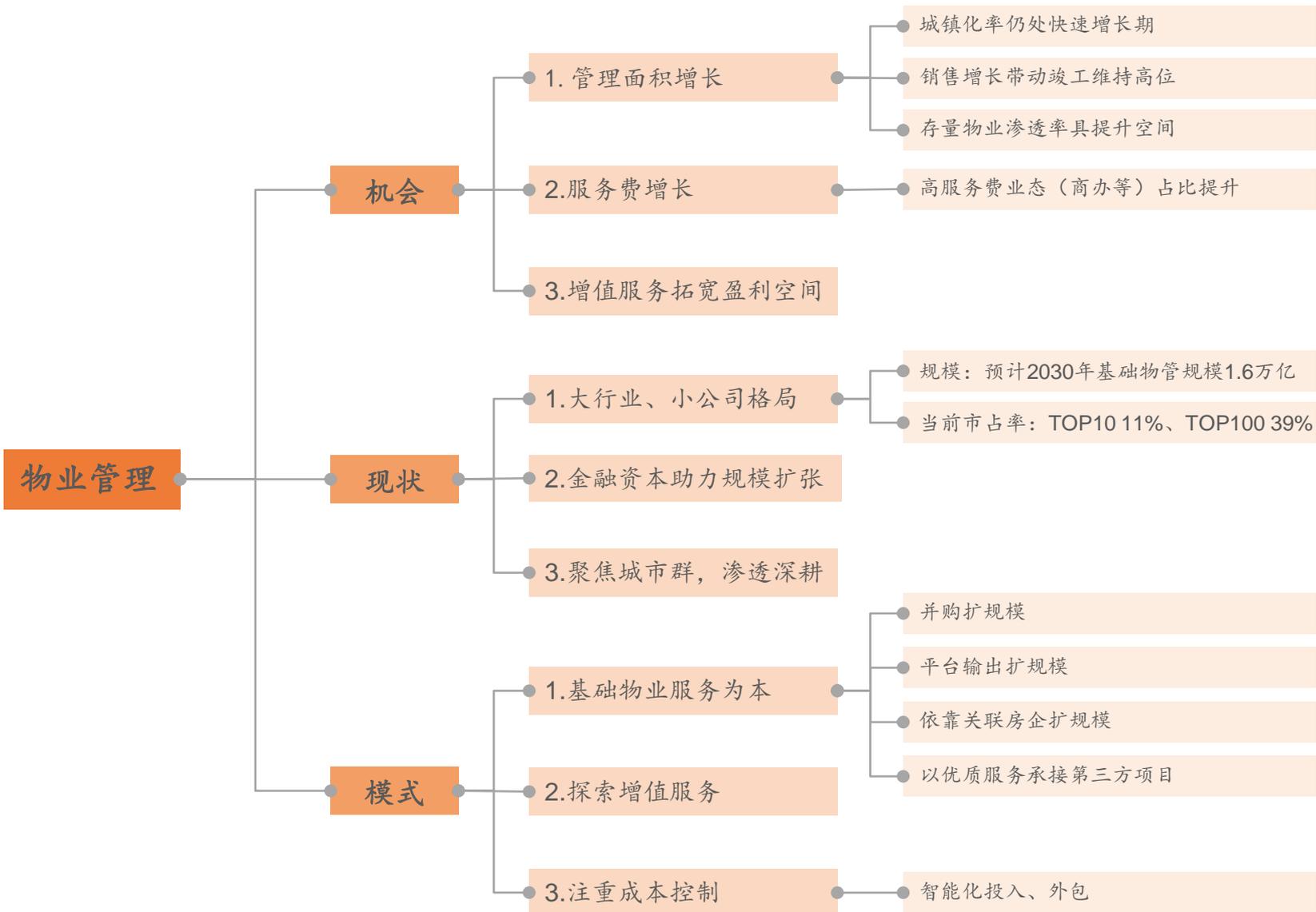
邮箱：ZHENGXIWEN239@PINGAN.COM.CN

投资要点

- **城镇化、消费升级、渗透率提升等多重驱动，行业空间可观：**根据《国家人口发展规划（2016年-2030年）》预期发展目标，预计2030年城镇化率升至70%，城镇化率提升将带来增量物管服务需求，同时目前存量物业面积远超物管规模，存量住宅物管渗透率仅48%，未来亦具提升空间；商办等高服务费业务占比提升也有望带动综合服务费提升。在物业费保持稳定的保守测算下，预计2030年末行业在管面积可达318.4亿平、基础物业服务规模1.6万亿，均较2018年提升51%。此外伴随人均可支配收入增长、消费升级，增值服务亦有望成为行业规模及利润重要增长点。
- **集中度持续提升，金融资本助力规模扩张：**国内物业管理行业呈现“大行业小公司”格局，2018年行业十强管理面积均值2.4亿平、市占率11.4%，百强管理面积均值3718万平、市占率38.9%，预计随着上游房地产行业集中度提升以及资本助力并购整合，物管集中度有望持续提升。行业需求持续旺盛下，物管企业顺应市场发展，积极拥抱资本市场，借助金融资本快速扩张。区域布局上，物管企业抢抓主流市场、持续渗透深耕，2018年百强53%管理面积位于五大城市群，单城市管理面积均值达128.2万平，同比增长13.5%。
- **“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力：**从收入端来看，物管企业一方面借助并购扩张、平台输出、关联房企委托快速扩大规模，拓宽基础物业规模容量；另一方面通过轻资产运营，积极探索高毛利率增值服务，在推升行业规模天花板同时亦将为利润增长提供更大想象空间。从利润端来看，人力成本构成物管企业成本之首（占比约60%），服务费上涨难度较大背景下，人力成本的刚性上涨将导致利润承压，物管企业持续加大外包比例及智能化投入，2018年百强企业清洁、绿化、设备维修保养、秩序维护项目外包比例达60.4%、43.3%、37%、24.9%；2017年智能化投入均值716.2万元，同比增长50%。
- **投资建议：**伴随竣工面积增速的逐步回升、增值服务需求的持续释放以及行业支持政策的不断加码，物管行业有望持续快速发展，集中度亦将继续提升。展望未来，我们认为管理面积获取能力、增值服务运营能力和成本控制将成为物业管理企业做大做强关键点所在。我们预计，关联房企实力雄厚或独立第三方规模拓展能力较强的物管企业有望脱颖而出。
- **风险提示：**1、房地产销售预冷，行业后续规模增长不及预期；2、国内经济增速回落，增值服务消费需求大幅下行；3、人力成本大幅上升。



物业管理行业全景概览



Contents

- 01** 物业管理是什么？
- 02** 物管空间如何：城镇化、消费升级等多重驱动，行业空间仍可观
- 03** 物管现状怎样：集中度持续提升，资本助力规模扩张
- 04** 物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力
- 05** 投资建议



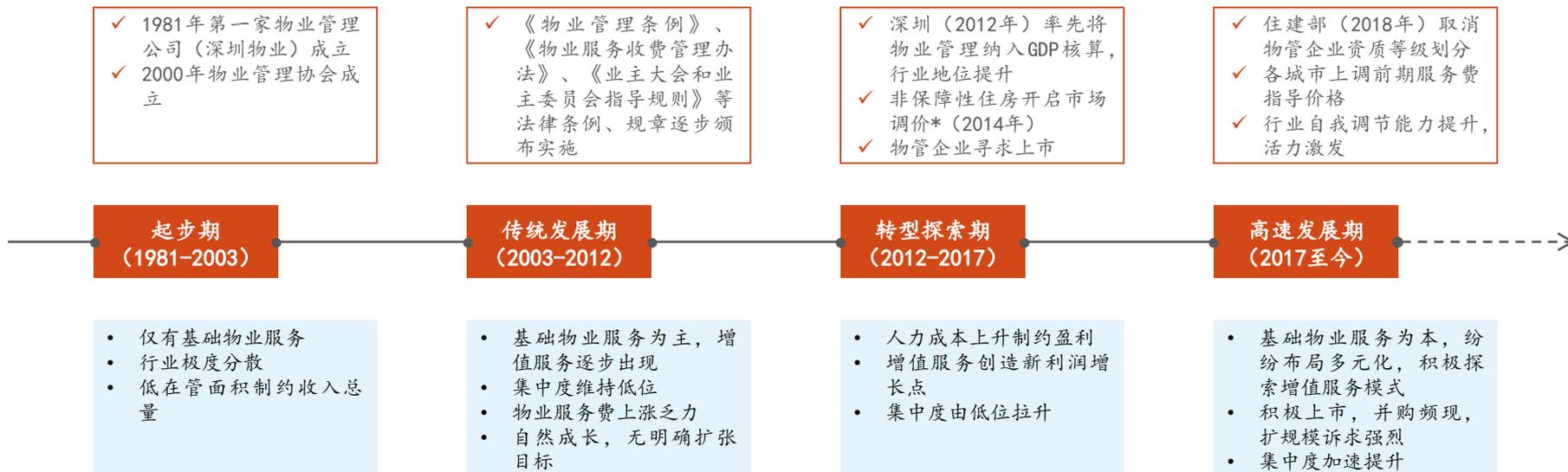
一、什么是物业管理？

1.1 物业管理定义

物业管理，是指业主通过选聘物业服务企业，由业主和物业服务企业按照物业服务合同约定，对房屋及配套的设施设备和相关场地进行维修、养护、管理，维护物业管理区域内的环境卫生和相关秩序的活动。

1991年国内第一家物业管理公司（深圳物业）成立，标志着我国物业管理业正式诞生。此后30余年间，物业管理行业先后经历了起步期（1981-2003年）、以基础物业服务为主且主要依附关联房企的传统业务发展期（2003-2012年）、寻求增值服务为新利润增长点的转型探索期（2012-2017年）以及上市、收并购频现的高速发展期（2017年至今）。

🏠 物业管理行业发展历程



数据来源：平安证券研究所；*业主大会成立后，可实行市场调价

Contents

- 01 物业管理是什么？
- 02 物管空间如何：城镇化、消费升级等多重驱动，行业空间仍可观
- 03 物管现状怎样：集中度持续提升，资本助力规模扩张
- 04 物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力
- 05 投资建议



二、物管空间如何：城镇化、消费升级等多重驱动，行业空间仍可观

2.1 支持政策持续加码，行业自主性逐步提升

政策环境方面，2014年发改委发布《放开部分服务价格意见通知》，放开非保障性住房物业服务价格管制，激发物业管理活力。2017年国务院取消一批行政许可事项，取消物业服务企业一级资质核定审批，后住建部跟进取消物业管理企业资质级别划分，不再以资质作为承接物业管理业务条件，进一步激发行业活力与自我调节能力。

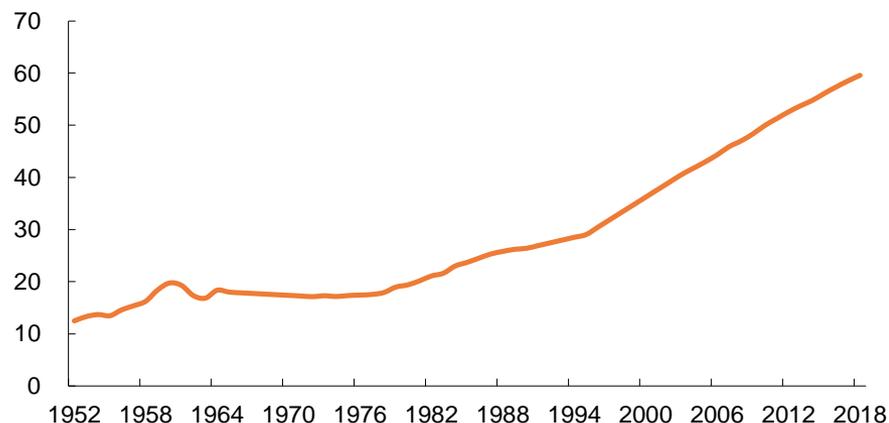
时间	发布部门	主要法律法规	主要内容
1999	住建部	《前期物业管理服务协议》	明确物管企业与业主权责、服务内容，规范物业管理市场行为
2003	发改委、住建部	《国家发展改革委、建设部关于印发物业服务收费管理 办法的通知》(发改价格[2003]1864号)	规范物业服务收费行为，提出物业服务收费通过区分不同物业的性质和特点分别实行政府指导价和市场调节价、物管企业可采取包干制或酬金制等
2003	国务院	《物业管理条例》	分别于2007年、2018年修正。明确物业管理区域内全体业主组成业主大会等，对物业管理涉及内容进行全面约束，全方位规范物业管理活动
2004	发改委、住建部	《物业服务收费明码标价规定》	规范物业服务收费行为，依据《物业服务收费管理办法》做出更详尽规定
2004	住建部	《物业管理企业资质管理办法》	2007年修正。加强对物业管理活动监督管理，将物业服务企业资质等级分为一、二、三级，并对应设定可承接项目面积限制
2005	住建部	《物业管理师制度暂行规定》	规范物业管理行为，提高物业管理专业管理人员素质，对物业管理师资格考试、注册、执业等进行详尽规定
2007	发改委、建设部	《国家发展改革委、建设部关于印发物业服务定价成本 监审办法(试行)的通知》	核定物业服务定价成本，适用于政府价格主管部门制定或者调整实行政府指导价的物业服务收费标准，对相关物业服务企业实施定价成本监审行为
2010	住建部	《物业承接查验办法》	规范物业承接查验行为，加强前期物业管理活动的指导和监督
2010	住建部	《业主大会和业主委员会指导规则》	规范业主大会及业主委员会活动，维护业主合法权益
2014	发改委	《国家发改委关于放开部分服务价格意见通知》(发改 价格[2014]2755号)	放开非保障性住房物业服务收费管制，规定前期物业管理服务收费实行政府指导价，后续可实行市场调节
2015	国务院	《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结 构升级的指导意见》(国办发[2015]85号)	提出推动房地产中介、房屋租赁经营、物业管理、搬家保洁、家用车辆保养维修等生活性服务规范化、标准化发展
2017	国务院	《国务院关于取消一批行政许可事项的决定》(国发 [2017]46号)	取消服务企业一级资质核定，鼓励加强事中、事后监管，支持建立物业服务企业“黑名单”制度，推动对失信者实行联合惩戒
2018	住建部	《住房城乡建设部关于废止<物业服务企业资质管理>办 法的决定》	废止《物业服务企业资质管理办法》，取消物管企业资质等级划分
2019	深圳市住建局	《深圳市住宅物业服务收费指导标准(征求意见稿)》	深圳多层住宅物业服务收费指导标准升至最高2.20元/平方米/月、高层住宅物业服务收费指导标准升至最高5.63元/平方米/月

二、物管空间如何：城镇化、消费升级等多重驱动，行业空间仍可观

2.2 城镇化率仍处快速增长期，带来增量住房及物管需求

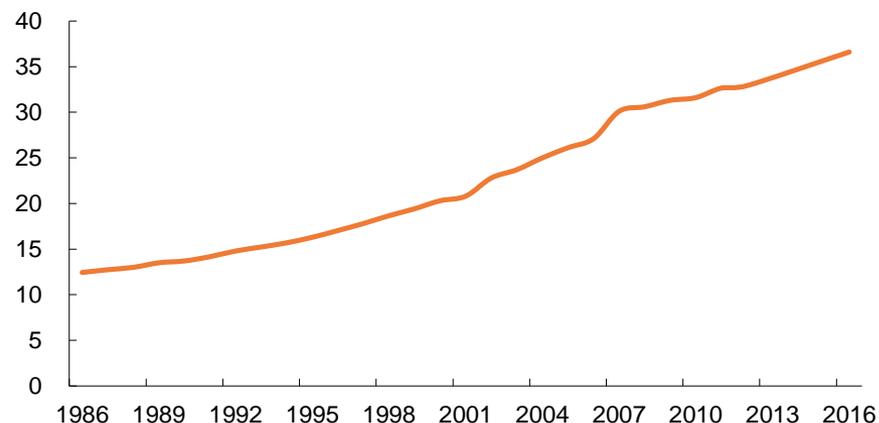
截止2018年国内常住人口城镇化率59.58%，仍处于30%-70%的快速发展区间。根据《国家人口发展规划（2016年-2030年）》预期发展目标，预计2020年全国总人口14.2亿人、城镇化率60%；2030年总人口14.5亿人、城镇化率70%。城镇率提升将带来增量房屋需求，扩大存量物业规模，进而带来更多物管需求。

 城镇化率仍处于快速增长阶段 (%)



数据来源：Wind，平安证券研究所

 城市人均住宅建筑面积 (平米/人)





二、物管空间如何：城镇化、消费升级等多重驱动，行业空间仍可观

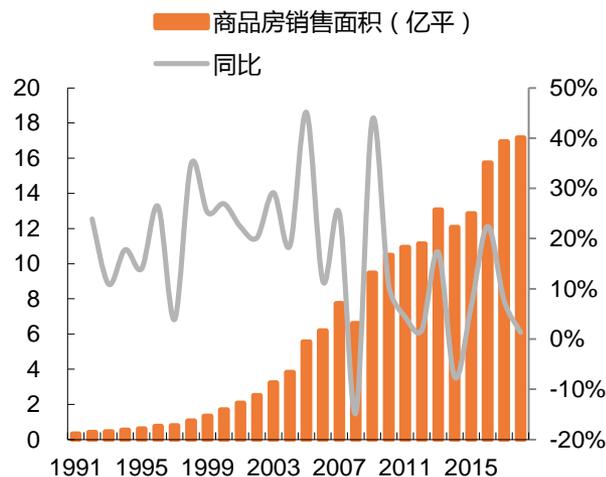
2.3 竣工有望延续高位，新增管理面积可观

历年房屋竣工将推动存量商品房面积扩大，而当前物业管理已逐渐成为新竣工物业标准配置，房屋竣工成为新增管理面积重要来源。2013年以来房屋年竣工面积维持10亿平左右，考虑近年持续提升的商品房年开工面积及销售面积，竣工后续增长仍有支撑，带动物业管理面积持续增长。

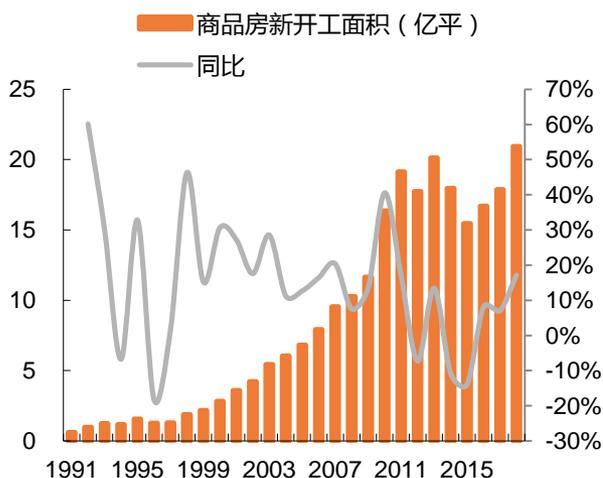
2.4 存量物业远超物管规模，渗透率仍具提升空间

据测算，2018年末仅存量住宅面积304.3亿平*，高于物业管理规模210.6亿平（含住宅、商业等），未配备物业服务的小区仍有获取物业服务的可能性。同时除追求高品质生活，优质物业服务也有助于业主实现物业的保值、增值，2018年百强物业管理企业在管二手房价格较周边社区高出8%。优质物管服务促资产增值效果显现，将有助于无物管物业进行转换及提升。

🏠 销售面积提升为竣工增长提供支撑



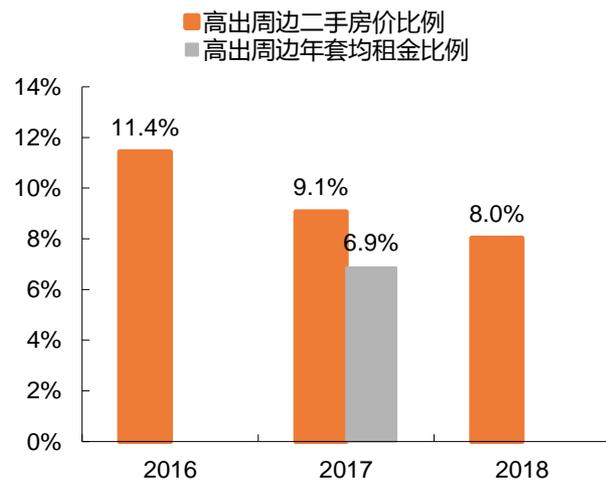
🏠 新开工面积提升为竣工增长提供支撑



🏠 近年竣工面积维持10亿平左右



🏠 百强企业管理项目售价、租金优于周边



数据来源：Wind，中指院，平安证券研究所：*存量住宅面积=城镇人口*城市人均住宅建筑面积

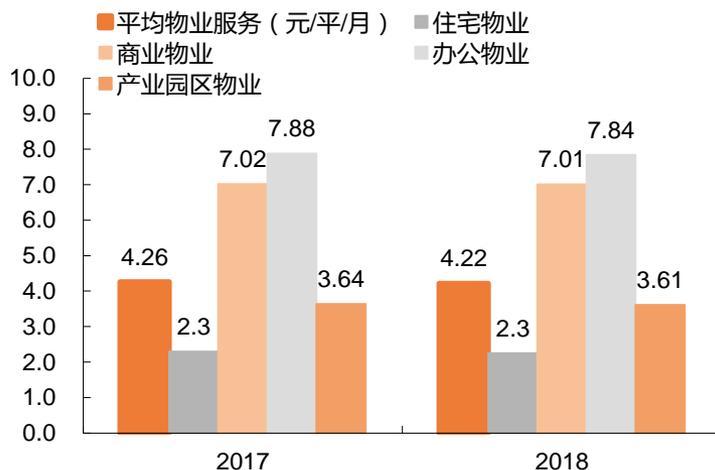


二、物管空间如何：城镇化、消费升级等多重驱动，行业空间仍可观

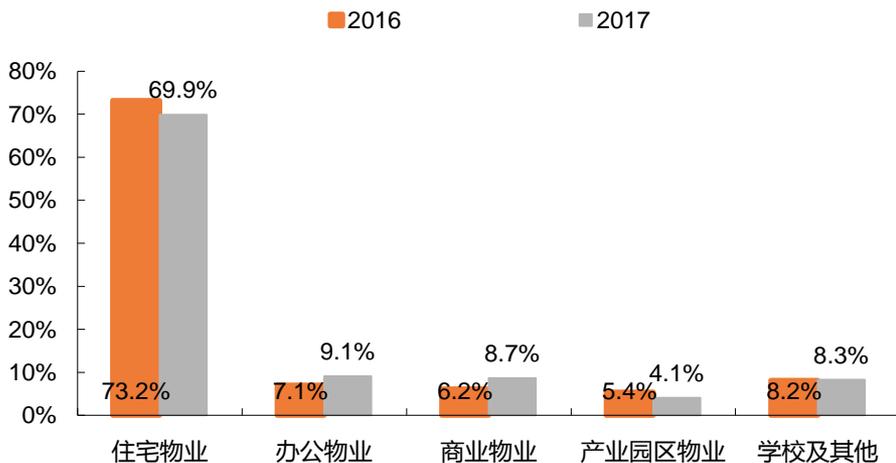
2.5 多元化业态管理，助力平均服务费增长

分业态来看，住宅物业为物业管理的主要构成部分，2017年百强企业住宅物业管理面积占比69.9%、在基础物业服务收入中占比59.7%。随着物管行业模式及技术不断成熟，企业亦逐渐从住宅向商业、办公等业态扩张，开拓细分市场，2018年办公物业、商业物业服务费收入占比分别提升5.5个、1.9个百分点至19.9%、14.5%。非住宅物业的拓展有助于管理组合优化，同时考虑到商业（7.01元/平/月）、办公（7.84元/平/月）、产业园区（3.61元/平/月）等非住宅物业较高的物业服务费收入，其拓展亦有助于整体平均物业服务收入的抬升。

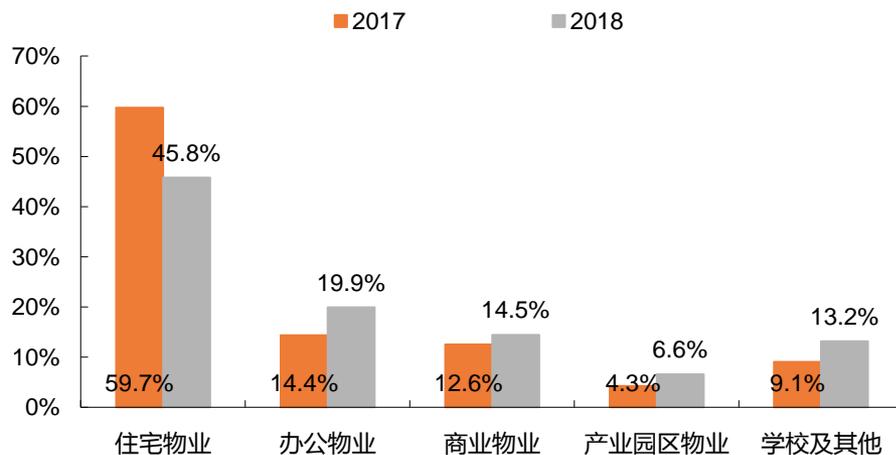
商办物业服务费显著高于住宅



百强企业管理面积分业态占比



百强企业基础服务收入分业态占比



数据来源：中指院，平安证券研究所；物业服务费范围为百强企业



二、物管空间如何：城镇化、消费升级等多重驱动，行业空间仍可观

2.6 消费升级催生增值服务需求

经济增长推动城镇居民人均可支配收入持续增加，2018年人均可支配收入3.9万元，2009-2018年年复合增长率9.6%。收入增长叠加消费升级，增值服务发展动力十足。根据中指院数据，2018年百强企业增值服务收入均值1.7亿元，同比增长28%，2014-2018年年复合增长率69.5%。物业管理企业在增值服务中主要扮演信息提供方或中介平台角色，相关业务成本可控，2018年彩生活、碧桂园服务、中海物业增值服务毛利率分别为96%、66%、42%，明显优于其基础物业服务。毛利率优势决定增值服务的发展在推升行业空间天花板的同时亦成为行业利润的重要增长点。

部分物业管理企业增值服务主要内容

	内容
彩生活	<p>网上推广服务：通过线上平台彩之云向业主推广产品或服务，向其提供管理、咨询服务、平台合作的项目提供系统或软件</p> <p>销售及租赁协助：协助业主完成物业出售，依托彩生活车位模式代销开发商车位，广告位出租</p> <p>其他增值服务：购物协助，能源管理服务等</p>
碧桂园服务	<p>社区增值服务：购物协助等家居生活服务，房地产经纪服务，场地运营及社区传媒等园区空间服务</p> <p>非业主增值服务：针对开发商的售前物业管理咨询服务，为同行提供咨询服务，车位及房屋尾盘代销及租赁</p>
绿城服务	<p>咨询服务：向开发商提供设计及开发阶段的项目规划、设计管理、建筑管理及营销管理，向开发商及同行提供管理咨询</p> <p>园区服务：家居生活服务、物业资产管理服务、文化教育服务等</p>
中海物业	<p>社区资产及服务：自有资产经营（含自有产权房产、车位等），客户资产经营（含业主资产经营、公共资源租赁协助等），房屋生态、家居家装、新零售、到家服务、旅游休闲、教育培训、健康养老、商业写字楼服务等生活服务及商业服务</p> <p>工程服务：为开发商提供自动化咨询及工程产品销售服务，为同行提供检查、维修、保养及设备升级服务</p>

人均可支配收入持续增长



城镇居民人均消费支出持续增长



二、物管空间如何：城镇化、消费升级等多重驱动，行业空间仍可观

2.7 规模测算

我们对物业管理行业未来规模进行测算，预计截至2030年管理面积达318.4亿平、2018-2030年年复合增长率3.5%，基础物业服务规模达1.6万亿。具体假设及测算如下：

1) 不考虑增值服务；2) 保守估计物业管理服务费价格固定，2030年与2018年水平持平；3) 假定住宅物业管理渗透率每年提升近1%，2030年为60%；4) 保守假设管理面积中住宅物业占比保持不变，即2018-2030年新增在管住宅物业面积占比与2018年末一致。

行业规模测算

	2014	2015	2016	2017	2018	2030E
管理面积 (亿平) =a+h	165	175	185	195	211	318
基础物业服务规模 (万亿元) =(a*i+h*j)*12						1.6
住宅物业管理面积 (亿平) :a=c*d	113	125	136	136	147	223
住宅物业占比 (存量) *	69%	71%	73%	70%	70%	
住宅物业占比 (增量) : b						70% (2018-2030)
渗透率*:c	41.3%	44.2%	46.7%	45.8%	48.4%	60%
存量住宅面积 (亿平) :d=e*f*g	274.2	282.2	290.2	297.7	304.3	371.5
全国人口 (亿人) :e	13.68	13.75	13.83	13.90	13.95	14.5*
城镇化率:f	54.77%	56.10%	57.35%	58.52%	59.58%	70%*
人均住宅建面 (平/人) : g			36.6			
非住宅物业管理面积 (亿平) :h=2018非住宅存量+a(2018-2030增量)/b*(1-b)	51	50	50	59	63	96
平均物业服务费* (元/平/月)		4.28	4.25	4.26	4.22	
住宅物业服务费* (元/平/月) :i		2.24	2.31	2.3	2.25	
非住宅物业服务费* (元/平/月) :j					8.82	

*: 住宅物业占比参照百强住宅物业占比，2018及2030年为假定值；2018年及以前渗透率=住宅物业管理面积/存量住宅面积，2030年为假定值；2030年全国人口及城镇化率数据来自《国家人口发展规划（2016年-2030年）》；平均物业服务费、住宅物业服务费参照百强，非住宅物业服务费=（平均物业服务费*管理面积*12-住宅物业服务费*住宅物业管理面积*12）/（非住宅物业管理面积*12）

Contents

- 01 物业管理是什么？
- 02 物管空间如何：城镇化、消费升级等多重驱动，行业空间仍可观
- 03 物管现状怎样：集中度持续提升，资本助力规模扩张
- 04 物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力
- 05 投资建议



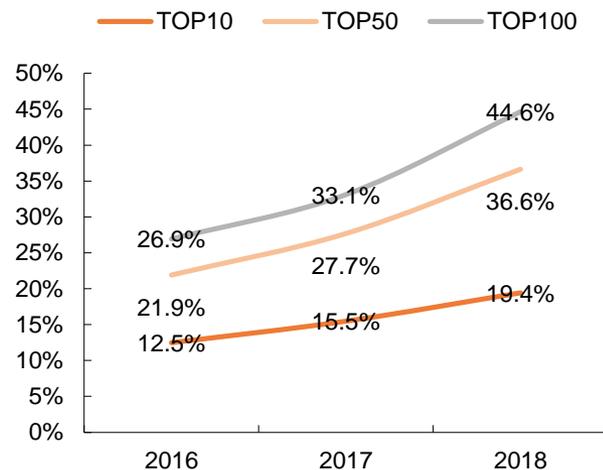
三、物管现状怎样：集中度持续提升，资本助力规模扩张

3.1 “大行业小公司格局”，集中度有望稳步提升

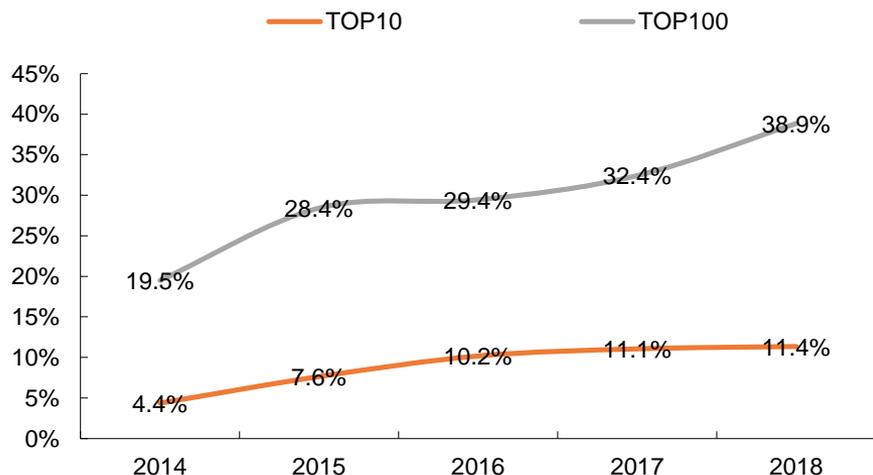
行业格局：百强企业在管面积均值2014-2018年年复合增速达23.3%，市占率由19.5%升至38.9%；行业十强管理面积均值2014-2018年年复合增速33.1%，市占率由4.4%升至11.4%。集中度尽管有所提升，但当前行业格局仍较为分散，排名靠前企业彩生活、绿城服务、碧桂园服务、市占率仅为1.7%、0.9%、0.8%。

我们认为行业集中度仍将持续提升，主要因：1) 行业仍较为分散，2018年TOP10、TOP100集中度低于同期房企销售集中度，且房企集中度的进一步提升亦将推动物管行业整合集中；2) 2018年起物管企业加速进入资本市场，资本助力并购等整合行为发生，助推大中企业规模扩张。

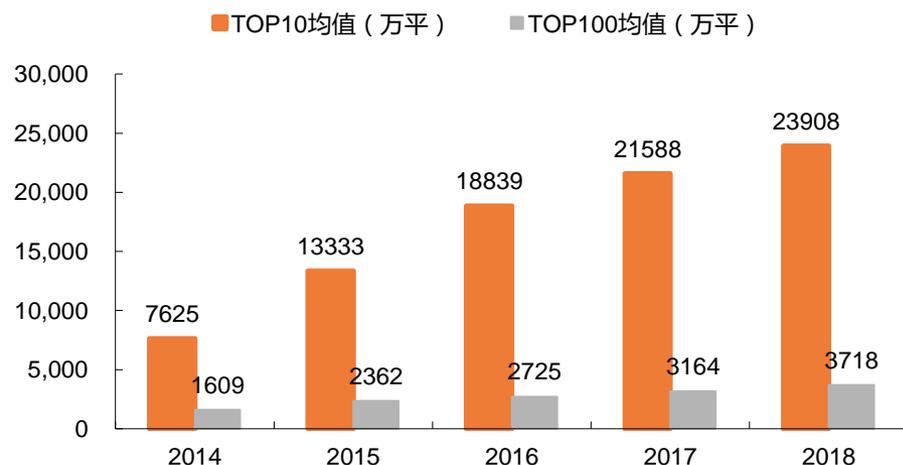
房企销售面积集中度



管理面积集中度提升



物管公司管理面积均值走势



数据来源：中指院，亿翰，平安证券研究所；百强物业管理公司由于存在并列排序，实际数量或超过100家，如2018年百强物管企业实际220家，十强同理，下同



三、物管现状怎样：集中度持续提升，资本助力规模扩张

3.2 加速进入资本市场，资本助推规模扩张

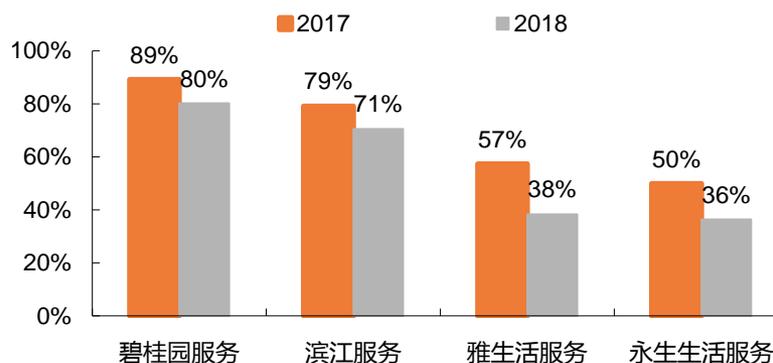
从参与者角度而言，物业管理公司主要分为两类：1) 完全独立或关联房企支持力度较小的相对独立物业管理公司；2) 关联房企资源丰富的物业管理公司。前者因可获取关联方资源较少，在专注于专业化、优质服务的同时亦积极探索增值服务等，如绿城服务、彩生活等；后者依托关联方资源，在管理面积获取上具备得天独厚优势，如碧桂园服务、万科物业、保利物业等。

物业服务需求持续旺盛背景下，百强企业顺应市场发展，积极迈向资本市场。自彩生活2014年港股上市后，中海物业、绿城服务等先后登陆资本市场，2018年港股上市物业管理企业新增6家，2019年3月又添2家，物管企业上市进程持续提速。

🏠 2018年起物业管理企业加速进入资本市场

	物业管理企业	上市时间	关联房企	关联房企克而瑞销售榜单排名(2018)
港股	奥园健康	2019.3.18	中国奥园	第38名
	滨江服务	2019.3.15	滨江集团	第37名
	永升生活服务	2018.12.17	旭辉控股	第15名
	佳兆业美好	2018.12.6	佳兆业	第36名
	新城悦服务	2018.11.6	新城控股	第8名
	碧桂园服务	2018.6.19	碧桂园	第1名
	雅生活服务	2018.2.9	雅居乐	第29名
	浦江中国	2017.12.11	-	-
	祈福生活服务	2016.11.8	-	-
	绿城服务	2016.7.12	绿城中国	第17名
	中奥到家	2015.11.25	-	-
A股	中海物业	2015.10.23	中国海外发展	第7名
	彩生活	2014.6.30	花样年控股	第81名
	南都物业	2018.2.1	-	-

🏠 关联方资源丰富的物管企业受益关联房企支持



例：碧桂园服务2018年末80%累计在管面积来自关联方碧桂园



三、物管现状怎样：集中度持续提升，资本助力规模扩张

3.2 加速进入资本市场，资本助推规模扩张

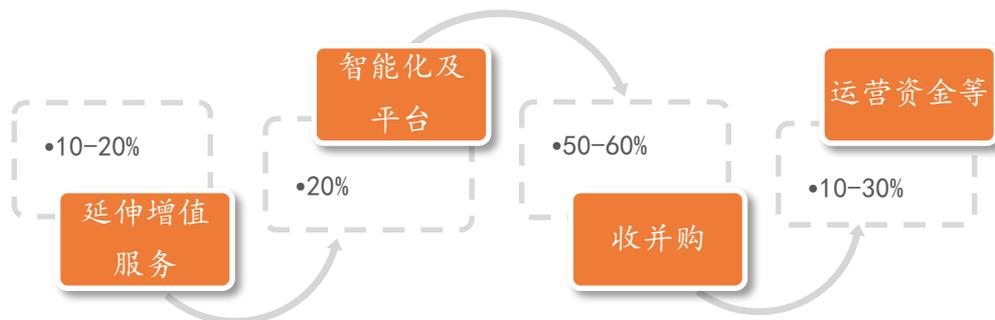
从规模扩张角度而言，物业管理公司通常采用以下扩张方式：1) 自带资源的物业管理公司依托关联房企丰富的竣工资源拓展规模，如碧桂园服务、万科物业、滨江服务等；2) 凭借高品质管理服务，承接第三方开发商增量业务及拓展第三方存量业务，如绿城服务等；3) 通过平台搭建输出管理技术，以此扩大管理半径，如彩生活等；4) 兼并收购中小型物业公司，如雅生活服务等。

在取得资本市场青睐后，头部物业管理企业大力投入兼并收购活动，港股上市企业50%-60%募集资金用于收并购扩规模。

🏠 2018年以来部分物业管理公司收并购

	被并购企业	业务领域	交易总价值 (亿元)	管理面积 (万平)	收购比例
雅生活服务	南京紫竹	物管	2.0	2426	51%
	兰州城关	物管	1.5	2490	51%
	青岛华仁	物管	1.3	570	90%
	哈尔滨景阳	物管	1.1	978	60%
	广州粤华	物管	2.0	3000	51%
蓝光嘉宝	东景物业	物管	0.5	700	65%
	泸州天立	物管	0.4	400	70%
碧桂园服务	清华逸家	物管	6.8*	-	100%
	佳祥物业	物管	-	-	100%
	盛世物业	物管	-	-	70%
	睿靖实业	建筑装饰装修、物管	-	-	100%
	洁佳物业	物管	-	-	100%
佳兆业物业	大树物业	物管	0.4	790	60%
南都物业	金枫物业	物管	1.0	-	70%
绿城服务	Montessori Academy	物管	0.7亿澳元	-	56%

🏠 港股上市公司募资使用方向



数据来源：中指院，平安证券研究所；*6.8亿为5家被并购企业交易总额



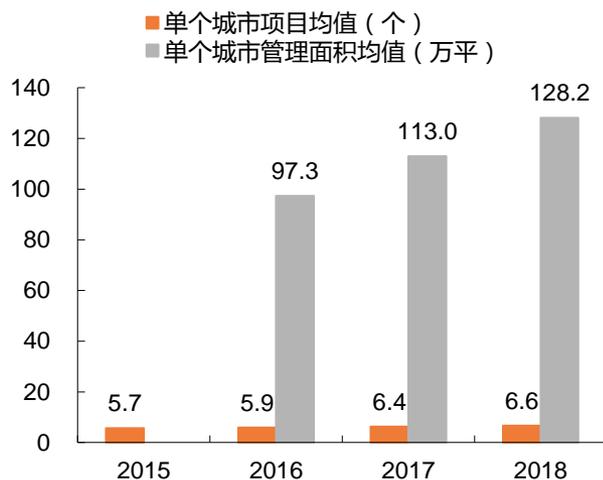
三、物管现状怎样：集中度持续提升，资本助力规模扩张

3.3 抢抓主流市场，持续渗透深耕

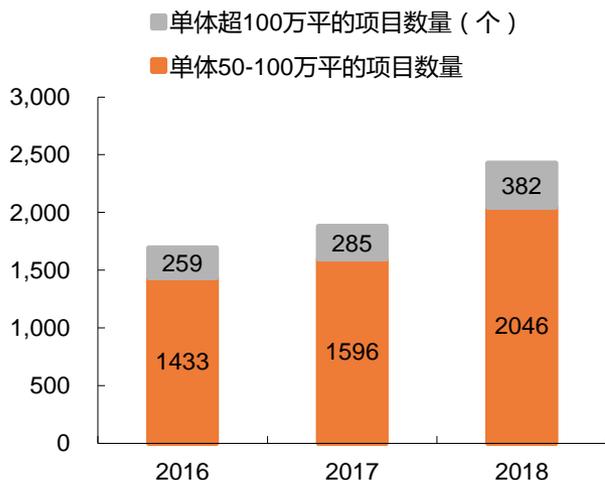
百强企业把握城市群发展带来的结构性机遇，开展针对性、差异化布局，依托城市群带来的项目聚集优势，强化规模效应，进一步提升市场竞争力，2018年百强企业53%的管理面积位于五大城市群。同时因大盘运营可产生集约化效应且人口集聚优势有望带来更多增值服务需求，百强企业管理大体量项目逐渐增多，2018年100万平以上项目数量达382个，同比提升34%。

百强企业对已进入城市持续深耕，以提升规模效应，2018年单个城市项目数量均值6.6个、单个城市管理面积均值128.2万平，同比分别增长4.5%、13.5%。

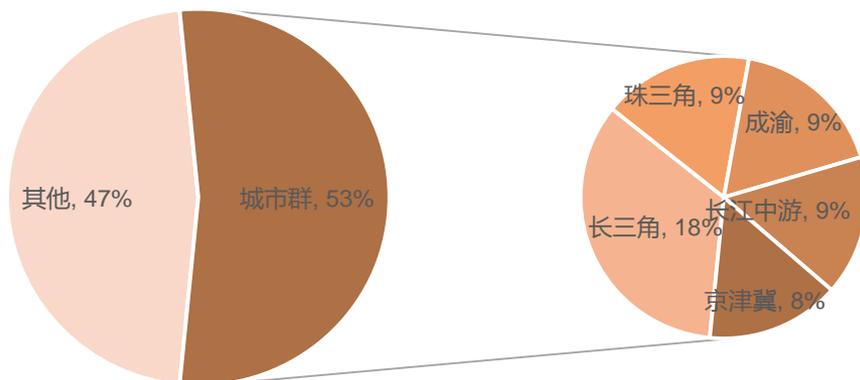
百强企业持续深耕已进入城市



百强企业管理大盘数量延续增长



百强企业超五成管理面积位于五大城市群 (2018)



Contents

01

物业管理是什么？

02

物管空间如何：城镇化、消费升级
等多重驱动，行业空间仍可观

03

物管现状怎样：集中度持续提升，
资本助力规模扩张

04

物管如何运营：“扩容+开源+节
流”构筑核心竞争力

05

投资建议



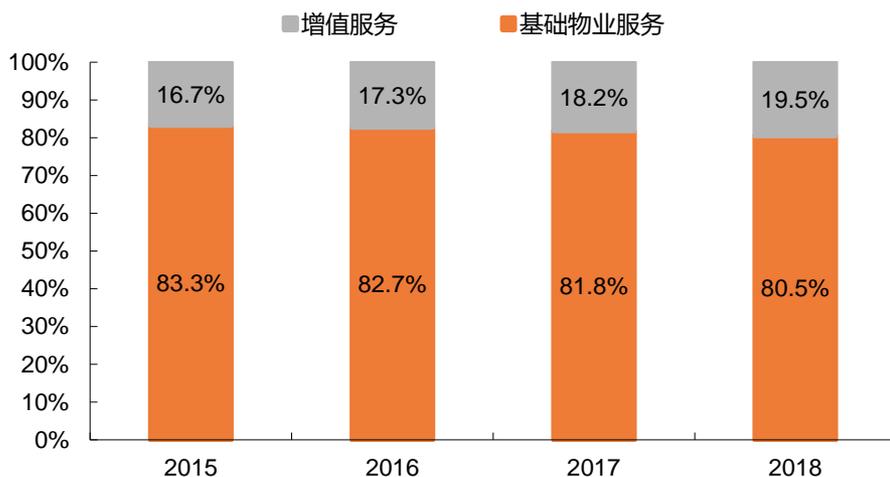
四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

4.1 商业模式：基础物业服务为本，增值服务创造新的利润增长点

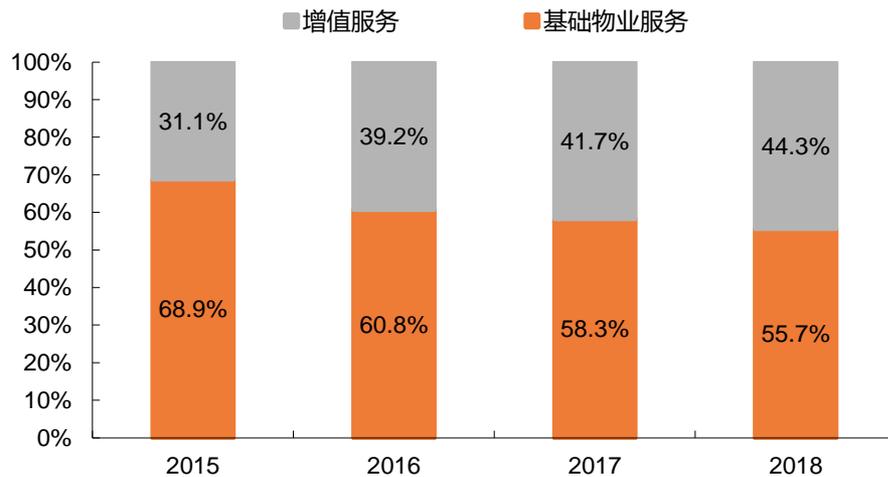
物业管理企业主要提供基础物业服务、增值服务两类业务，其中增值服务可进一步细分为业主增值服务及针对房地产开发商等非业主的非业主增值服务。

基础物业服务为物业管理公司收入及利润主要来源，2018年百强企业基础物业服务收入均值7.1亿元、占比80.5%，净利润均值4022.7万元、占比55.7%。以基础物业服务为依托，物业管理公司积极拓展增值服务，2018年百强企业增值服务收入均值1.7亿元、占比提升1.3个百分点至19.5%，净利润均值3198.7万元，占比提升2.6个百分点至44.3%。

🏠 百强企业收入结构



🏠 百强企业净利润结构





四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

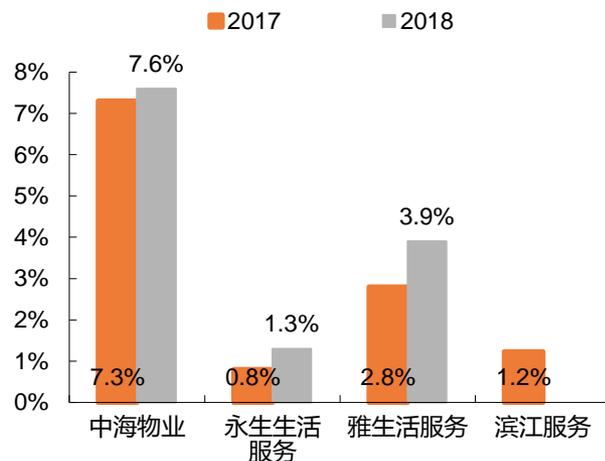
4.1 商业模式：基础物业服务为本，增值服务创造新的利润增长点

包干制V.S.酬金制：

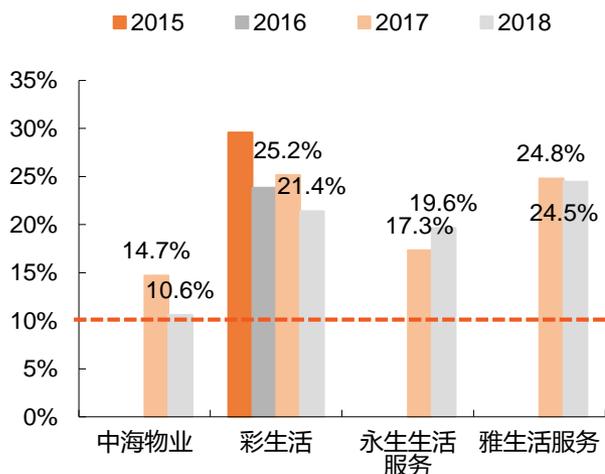
基础物业服务主要向业主提供保安、开荒清洁、绿化、园艺、维修保养等传统物业管理服务并向业主收取物业服务费，计费方式含包干制、酬金制两种，以包干制为主。

包干制下物业管理企业将全额物业服务费计入收益并承担所有成本；酬金制下物业管理企业主要担当代理人角色，从物业服务费中抽取预定比例（10%及以下）作为收入，其余则作为运营资金覆盖服务成本。包干制下物管企业具备更强的运营自主性，节省成本以提高盈利能力的积极性更高。通过调整测算，上市公司包干制下毛利率水平普遍高于酬金制实际毛利率（上限10%）。

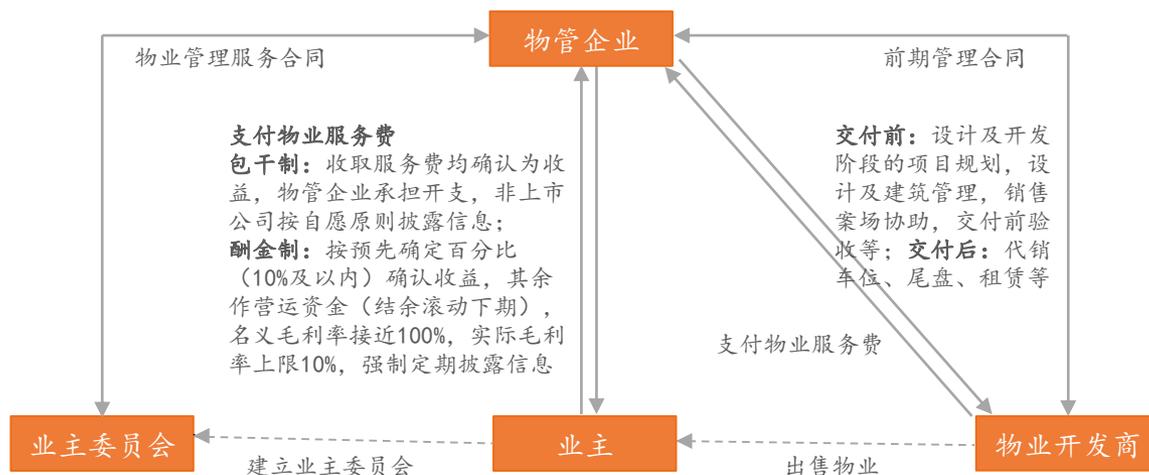
部分公司酬金制收入占比



部分公司包干制下毛利率水平



物业管理流程及包干制、酬金制对比





四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

4.1 商业模式：基础物业服务为本，增值服务创造新的利润增长点

增值服务助力盈利空间拓宽：

业主增值服务包括向业主提供家政服务、社区金融、社区教育等；非业主增值服务主要为针对房地产开发商提供销售案场服务、电梯及智能安保设备的工程服务及向同行输出物业管理经验、提供顾问咨询服务。

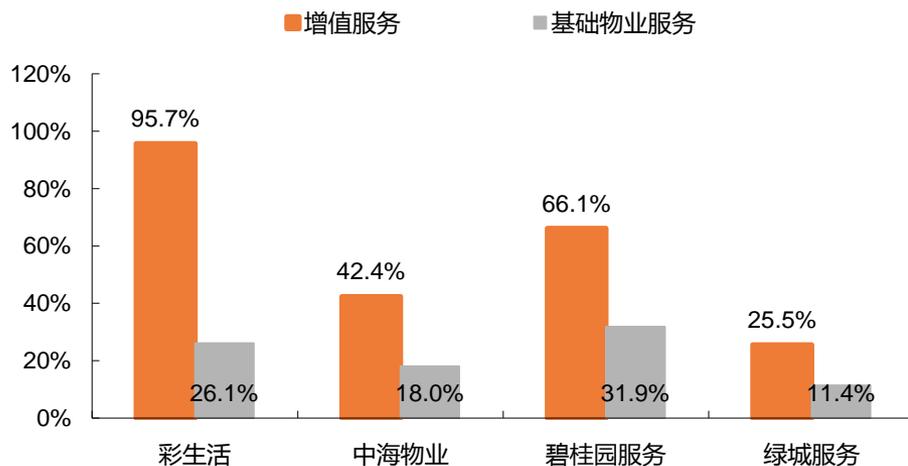
增值服务主要满足业主居住需求之外的衍生需求，通过轻资产形式运营，毛利率普遍高于基础物业服务，这在推升行业规模天花板的同时亦为利润的增长提供了更大想象空间。

2018年百强物业管理企业增值服务收入均值达1.7亿元，同比增长28.1%，2014-2018年年复合增长率达69.5%。

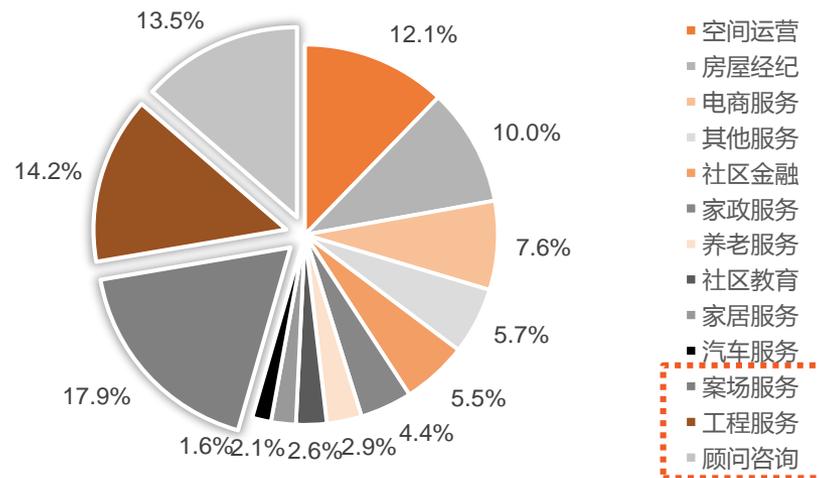
百强企业增值服务收入持续提升



增值服务毛利率明显优于基础物业服务



百强企业增值服务收入占比 (2018年)



数据来源：中指院，各公司公告，平安证券研究所；案场服务、工程服务、顾问服务为非业主增值服务，其余为业主增值服务



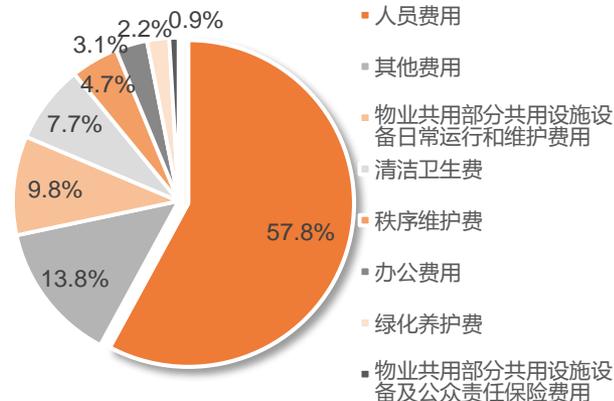
四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

4.2 人力成本上升挤压利润空间，外包及智能化投入重要性凸显

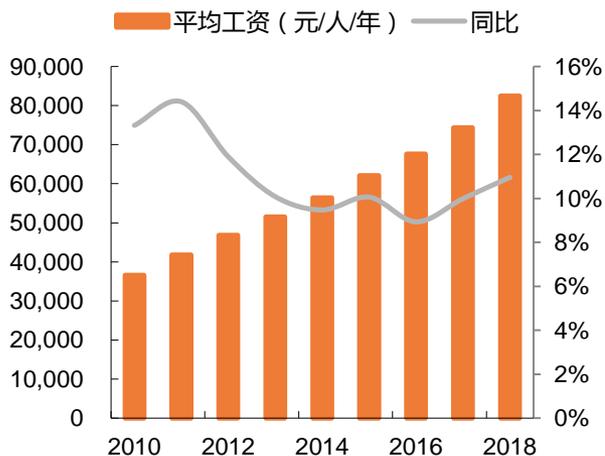
物业建成前期服务费定价主要参考政府指导价格，不同城市在基础指导价基础上允许一定浮动（通常10%-25%）。从历史价格变动来看，指导价基本10年左右才进行调整，且幅度有限。已成立业委会的，物业服务费可实行市场调节，但调节需征得业主大会同意、达到“双过半”要求（建筑面积、人数过半）。指导价的相对固化及业主大会表决标准较高，导致服务费上涨实现难度较大。

成本方面，百强企业2018年人员费用占比达57.8%，人力成本为物管企业成本之首。随着规模扩张，从业人员数量及质量需求日益增长，而从平均工资来看，近年年化增速基本维持10%左右，刚性上涨趋势明显，在物业服务费上涨预期较低情形下，人力成本的上涨对利润增长形成制约。

🏠 百强企业人力成本占比过半（2018）



🏠 人力成本逐年上升



🏠 物业服务费未大幅上涨



🏠 各地住宅指导价变化 (元/平/月)

		2007	2019
深圳	高层	3.9	5.63
	多层	1.3	2.2
		2009	2017
杭州	有电梯	1.4	2.2
	无电梯	1.1	1.8
		2004	2014
郑州	高层	1.1	1.73
	多层	0.38	0.7
		2004	2019
武汉	有电梯	1.2	3.2
	无电梯	1.2	2.7

数据来源：中指院，Wind，各政府网站，平安证券研究所



四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

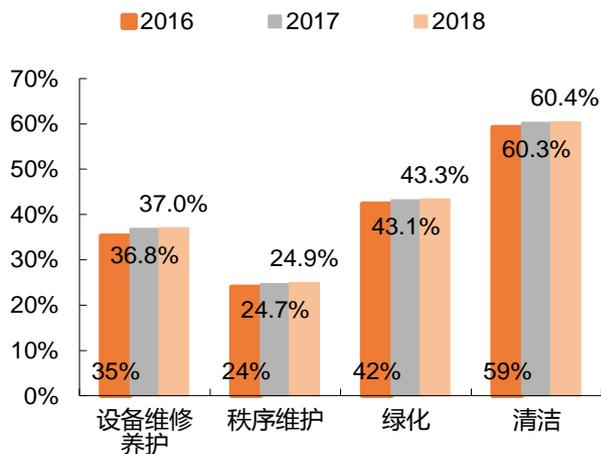
4.2 人力成本上升挤压利润空间，外包及智能化投入重要性凸显

伴随人力成本上升带来的利润承压，外包及智能化投入重要性凸显。尽管物业管理为劳动密集型行业，但服务提供不挂钩具体用工人数的特性使得企业在人员切换上具备更高灵活性，2018年百强企业清洁、绿化、设备维修保养、秩序维护项目外包比例达60.4%、43.3%、37%、24.9%。

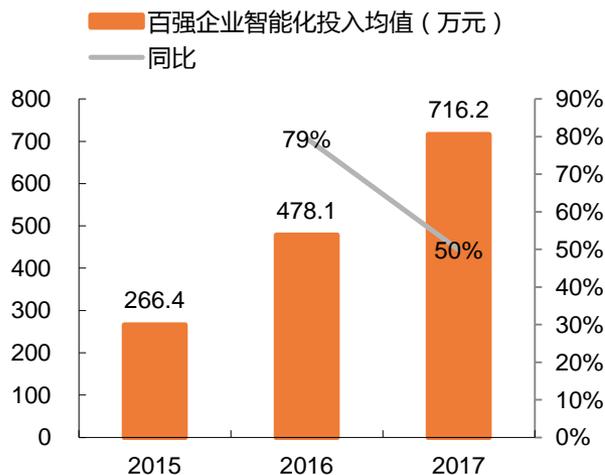
智能化投入在减轻人工压力的同时，亦能帮助提高服务质量与效率。随着物业管理行业数字化、信息化、智能化等技术的推广及应用，百强企业进一步加速与移动互联、大数据、人工智能等新技术融合的广度与深度，2017年智能化投入均值716.2万元，同比增长50%。

百强企业人均产值、净利润稳步提升，营业成本率持续下降。

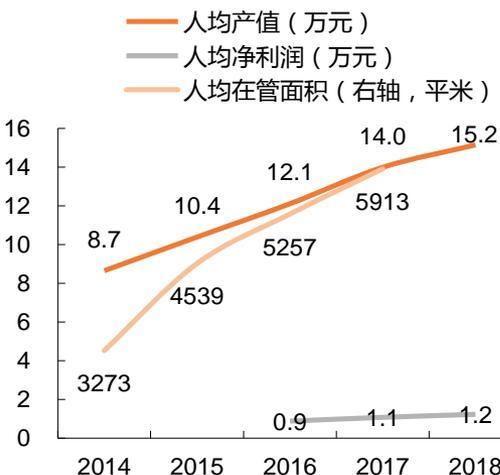
百强企业基础业务外包项目比例增加



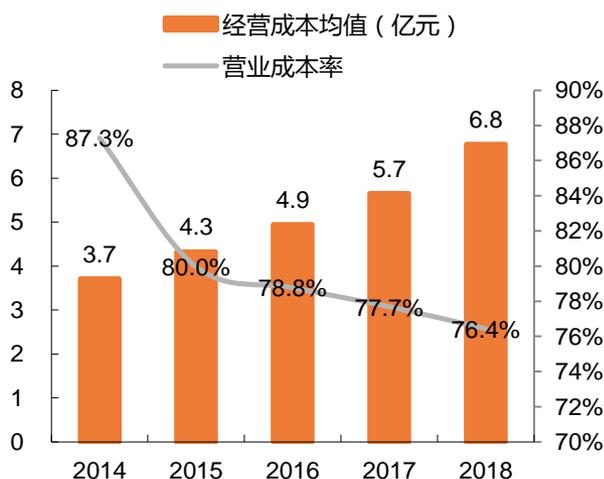
百强企业智能化投入情况



百强企业人均产值等持续提升



百强企业营业成本率降至76.4%





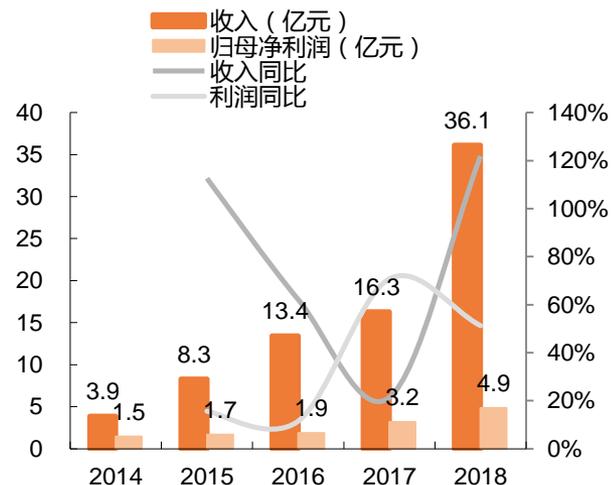
四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

4.3 彩生活：外延扩张规模优势显现，增值服务收益提升

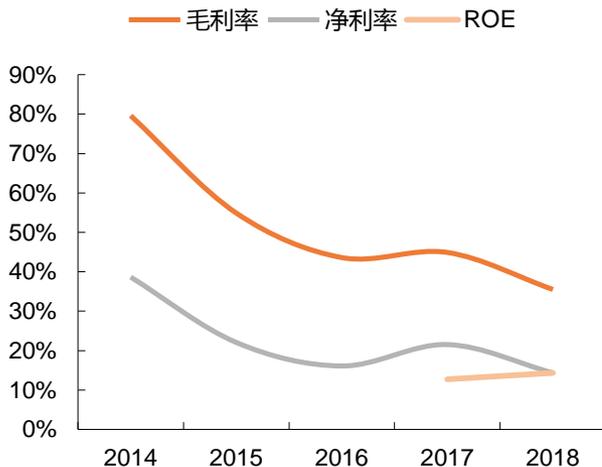
彩生活于2002年开始提供物业管理服务，经过分拆、重组，2011年正式注册成立彩生活集团，2014年港股上市，成为国内物业服务第一股。截止2018年末彩生活为2709个社区提供服务，实现合约面积5.5亿平（其中在管面积3.6亿平）；与95家企业达成战略联盟，实现合作及联盟面积5.7亿平（其中联盟面积2.5亿平）。

业务构成：物业管理服务、增值服务、工程服务，2018年营收占比分别为84.8%、11.3%、3.9%；其中增值服务包括提供网上推广服务、提供销售及租赁协助服务及其他服务。

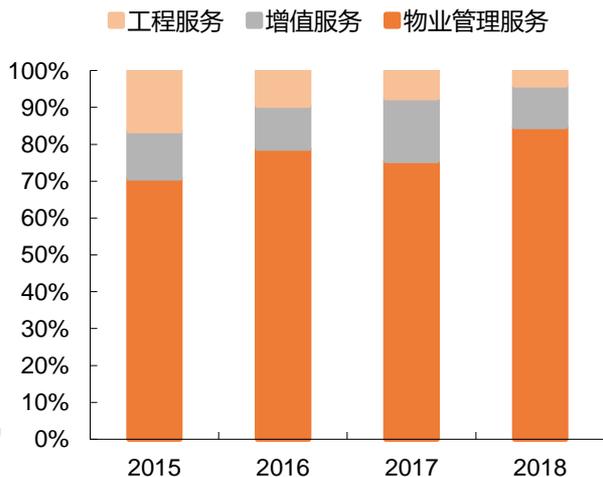
彩生活收入及归母净利润



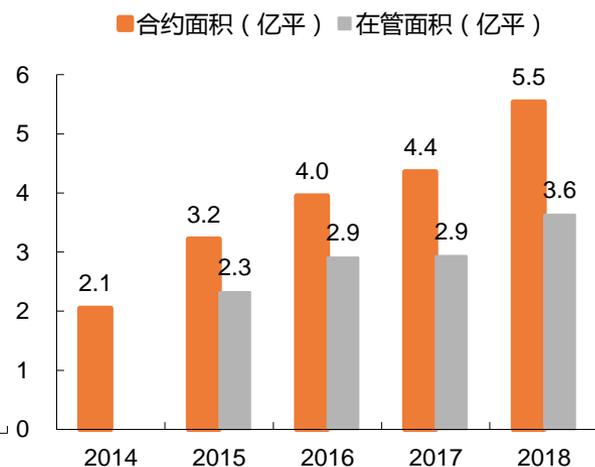
彩生活毛利率、净利率及ROE



彩生活收入构成



彩生活合约面积及在管面积



数据来源：公司公告，合约面积为企业签订合同的面积，包括已产生收益的在管面积和尚未产生收益的储备面积，下同



四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

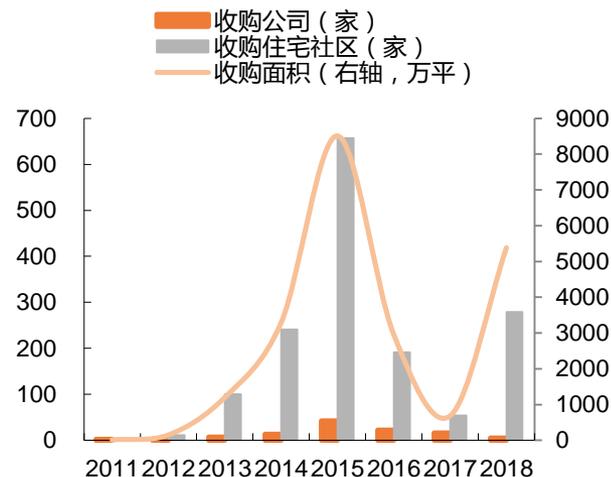
4.3 彩生活：外延扩张规模优势显现，增值服务收益提升

收购先行者，已转向轻资产扩张：

彩生活于2012年开启并购，至2015年达到顶峰，自2016年起随着集团战略转型升级，以收并购为主的外延式扩张逐步减少。公司当前积极践行平台输出，实施小股联盟，通过参股合作伙伴5%-20%，实现彩生活线上平台更轻、更快扩张，至2018年末合作及联盟面积5.7亿平，同比增长51%，绝对值与合约面积（5.5亿平）基本相当。在物业企业大举收并购的当下，彩生活已通过推行以轻资产为主的平台输出建立规模优势。

具体操作上，彩生活不切分合作伙伴原有物业收益，通过输出底层技术以节约合作伙伴研发投入，通过在线平台输出产品及服务，与合作伙伴共享增值服务收益。

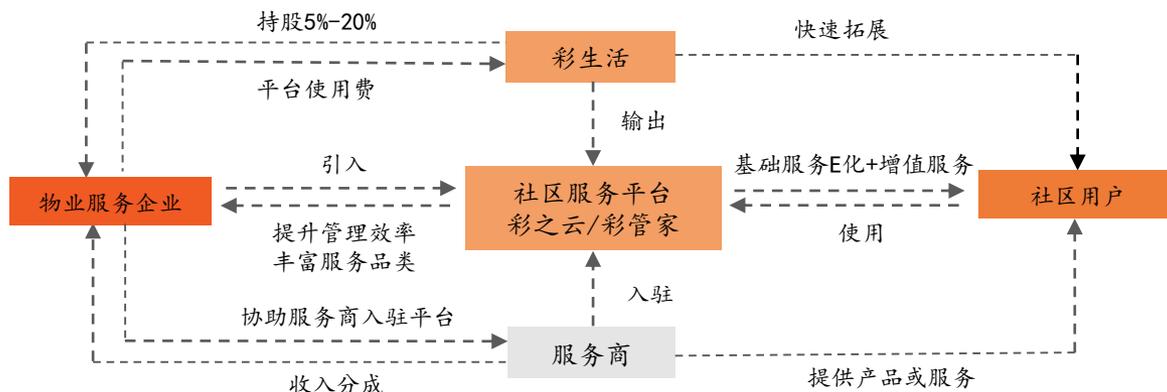
彩生活2016年起收购力度下降



彩生活合作及联盟面积持续提升



彩生活平台输出模式





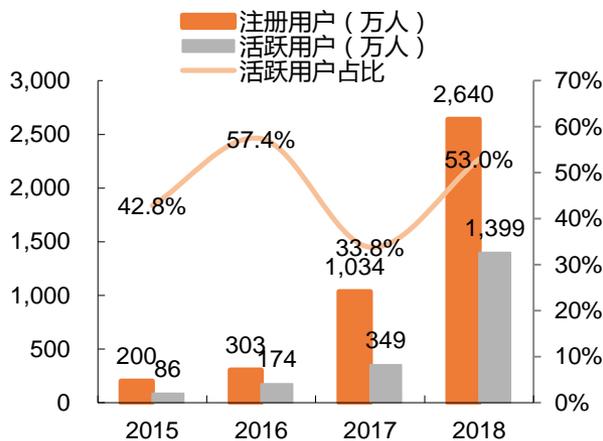
四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

4.3 彩生活：外延扩张规模优势显现，增值服务收益提升

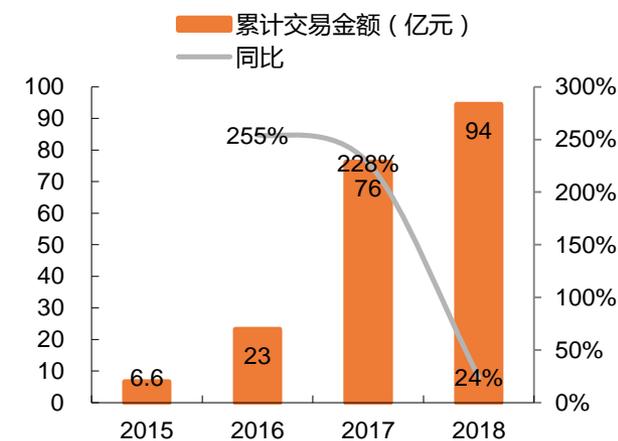
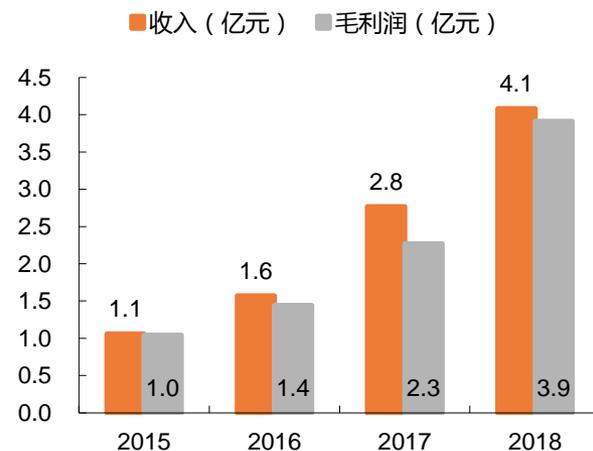
注重生态圈搭建，助增值服务成长：**彩生活生态圈累计用户数持续提升** **彩生活生态圈累计交易金额持续增长**

彩生活致力生态平台搭建，通过多种类增值服务提供，实现收入及利润创造：1) 通过促成业主线上消费，获取交易金额分成；2) 协助完成车位销售、小区广告投放、业主物业出售出租等；3) 通过彩富人生平台将住户理财需求与缴纳物业费相结合，在实现理财收益同时便捷化缴费方式，同时公司作为平台方获取渠道费用；4) 通过e师傅、e电梯等，实现家电维修、设备维护等传统增值服务线上、线下打通；5) 通过e能源、e停车对粗放的小区管理进行改造，受益成本节约。

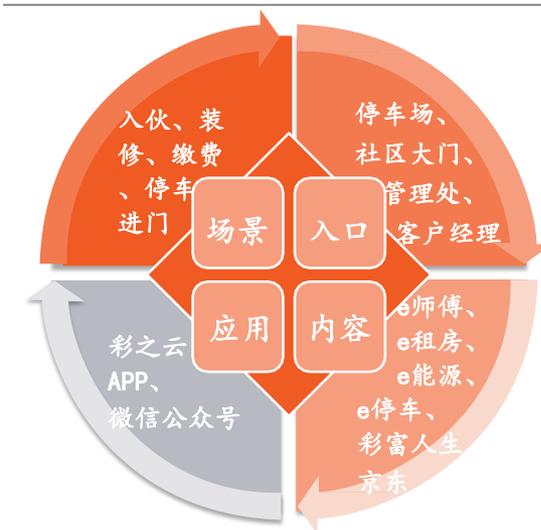
通过对生态圈的搭建与培育、对增值服务机会的探索与挖掘，公司增值业务成长迅速，2018年生态圈累计注册用户2640万人、活跃用户占比达53%，2015-2018年间增值服务收入年复合增长率达56.8%、毛利润复合增长达55.4%。



彩生活增值服务收入及利润提升



彩生活生态圈 (彩之云平台)





四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

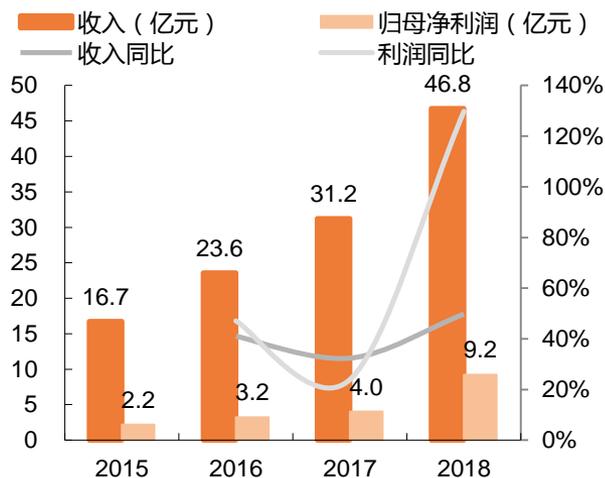
4.4 碧桂园服务：关联房企实力雄厚，储备资源丰富

碧桂园服务于1992年开始提供物业管理服务，2018年1月由碧桂园物业管理板块分拆独立，同年6月于香港联交所上市；截止2018年末，合同管理面积5.1亿平，其中在管面积1.8亿平，管理项目840个，管理范围覆盖国内31个省、市、自治区，超280个城市，以及海外马来西亚，服务业主超140万人。根据中国指数研究院统计排名，公司连续3年蝉联中国物业服务百强企业第三名。

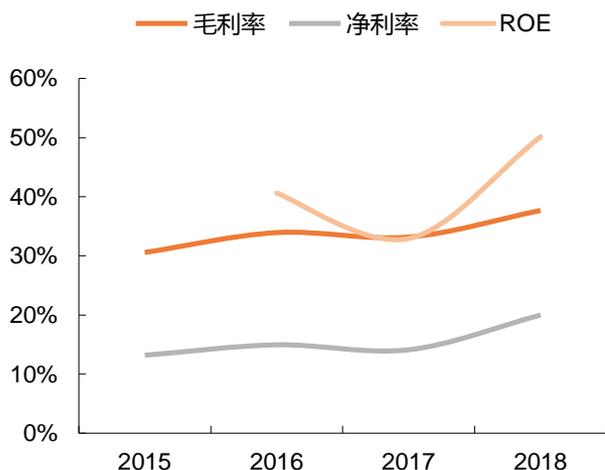
三条业务主线：物业管理服务、社区增值服务（针对业主的增值服务）、非业主增值服务，2018年营收占比74%、9%、17%。

受益于成本管控、大盘凸显规模效应等（2018年在管面积25万平以上项目200个，占比23.8%），公司毛利率优势较为明显，2018年达37.7%。

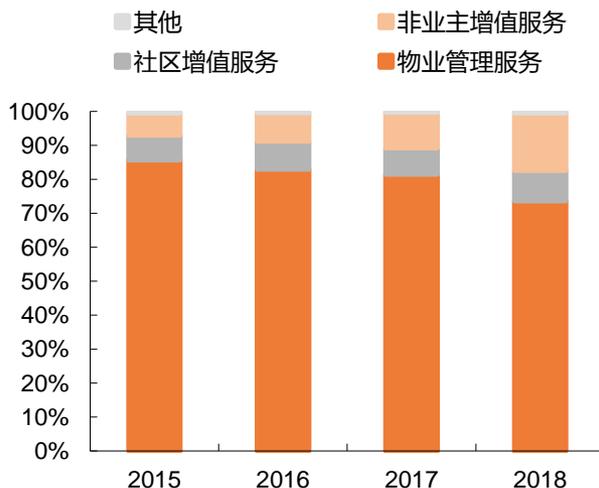
碧桂园服务收入及归母净利润



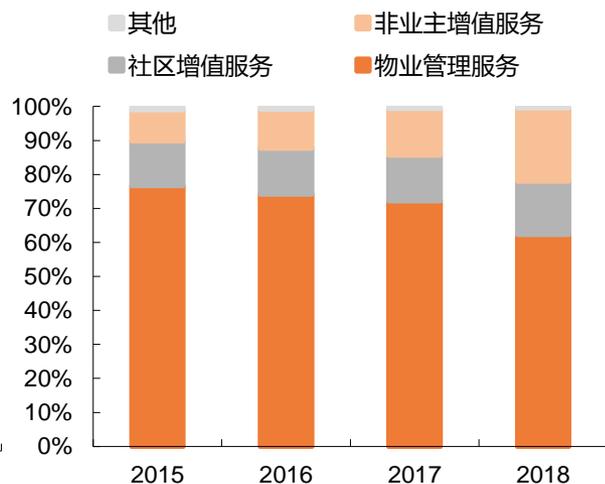
碧桂园服务毛利率、净利率及ROE



碧桂园服务收入构成



碧桂园服务毛利润构成





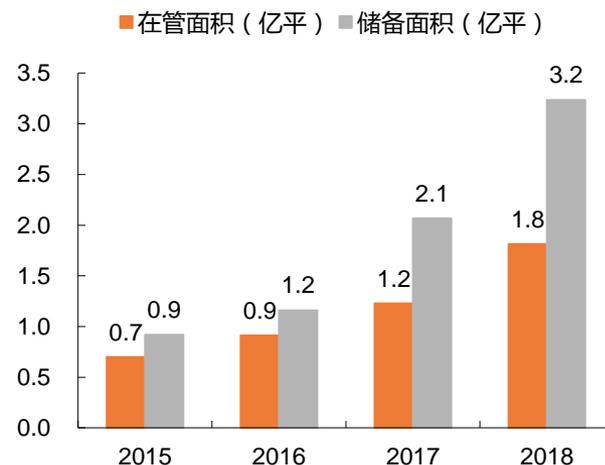
四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

4.4 碧桂园服务：关联房企实力雄厚，储备资源丰富

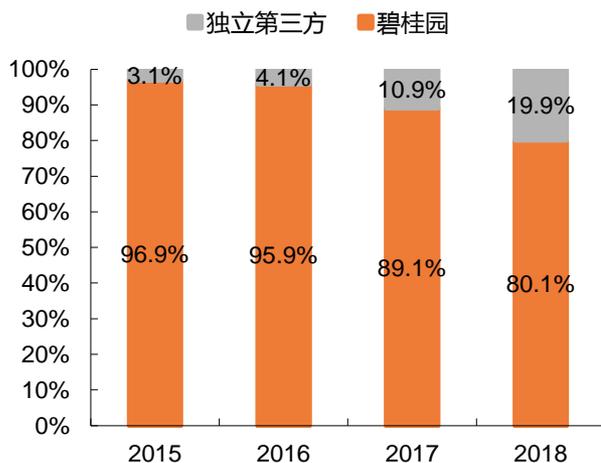
管理面积主要来自碧桂园，截至2018年末在管面积占比80.1%。碧桂园成交新房数量规模庞大，为碧桂园服务发展提供有力支持。截止2018年末碧桂园服务在管面积达1.8万平，同比增长47.9%，储备面积3.2亿平，为在管面积1.8倍，丰富的资源储备为后续在管面积增长提供明确指引。

同时拓展第三方渠道：1) 与超过300家中小开发商建立战略合作；2) 试水“三供一业”改革，开展物业管理及居民供热网络运营服务；3) 践行“城市共生计划”，探索新型城市治理公共服务；4) 收并购。截至2018年末外拓及收并购所得合同管理面积9656万平，同比增长106.2%；所得在管面积3603万平，同比增长170.3%。

碧桂园服务在管面积及储备面积



碧桂园服务在管面积来源



碧桂园服务“城市共生计划”





四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

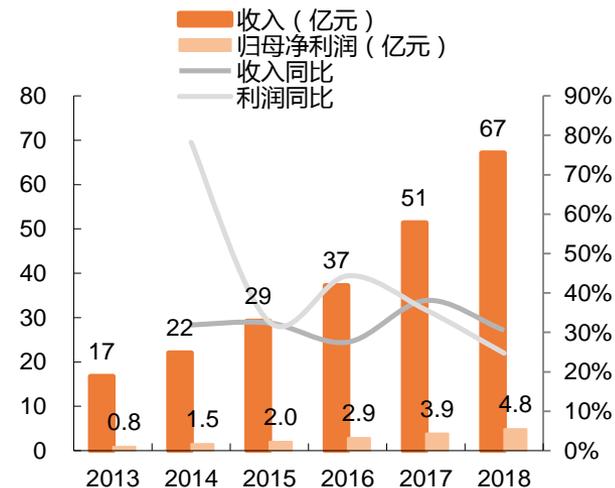
4.5 绿城服务：专注品质服务，挖掘增值潜力

绿城服务成立于1998年，其母公司绿城中国致力于高端住宅开发，受此影响，公司在成立之初即主要服务于高端住宅客户，多年以来在服务品质方面具备领先优势。公司专注中高端、追求品质、拒绝低质收并购、依赖内生增长的战略选择决定其稳健的增长，2013-2018年营收年复合增速32%、归母净利润年复合增速42%。

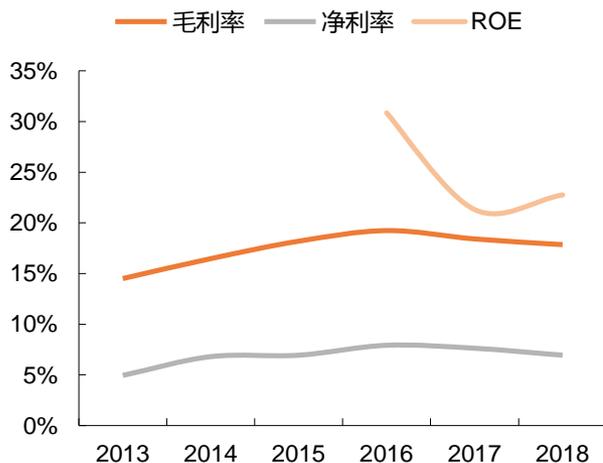
业务构成：物业服务、咨询服务（针对非业主的增值服务）、园区服务（针对业主的增值服务）。

由于目标客群主要为高端物业业主，出于提升服务品质、业主满意度及品牌信任度等，公司发展增值服务意愿强烈。2018年园区服务收入13.1亿元、同比增45.5%，毛利润3.3亿元、同比增10.8%，且相比其他企业内容更丰富。

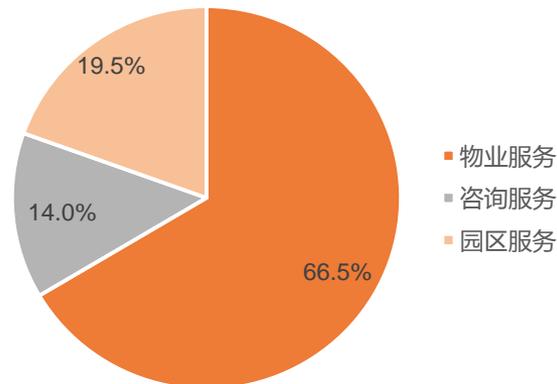
🏠 绿城服务营收及归母净利润



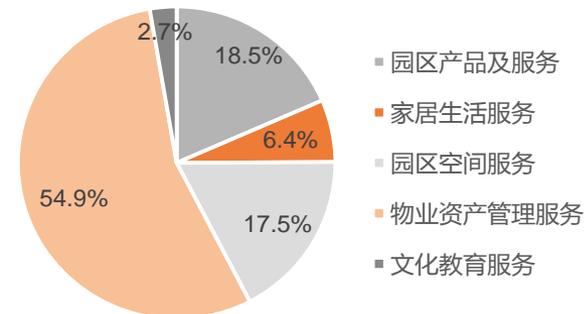
🏠 绿城服务毛利率、净利率、ROE



🏠 绿城服务收入构成 (2018)



🏠 园区增值服务收入构成 (2018)





四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

4.5 绿城服务：专注品质服务，挖掘增值潜力

满意度领先行业，物业费、收缴率优势明显：

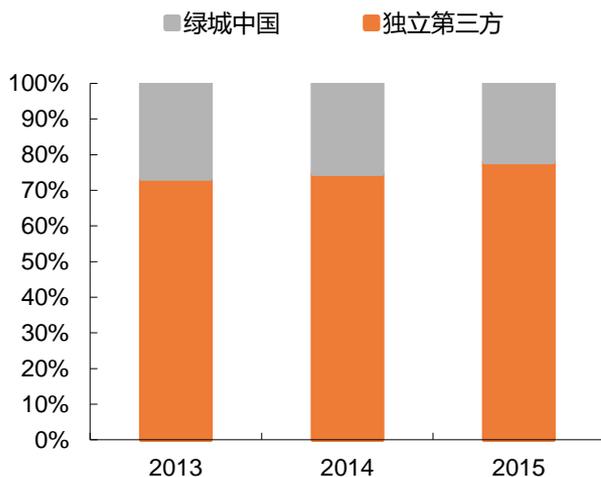
绿城服务连续6年蝉联中国物业服务百强满意度领先企业第一名，凭借优秀的服务品质，2013年来收缴率逐年攀升，2018年达98.7%，明显优于百强企业平均水平（93.8%）。聚焦中高端客户的选择亦使公司可享受高于百强均值的住宅物业服务费水平。

良好的口碑成为管理规模扩张、业绩增长的重要推动力之一。根据招股书显示，公司仅有小部分在管面积来自母公司绿城中国（2013-2015年占比26.6%、25.3%、22%），在关联房企支持力度较弱背景下，公司管理面积仍稳步扩张，品牌能量可见一斑。截止2018年末储备面积1.9亿平，高于在管面积（1.7亿平），业绩锁定性较高。

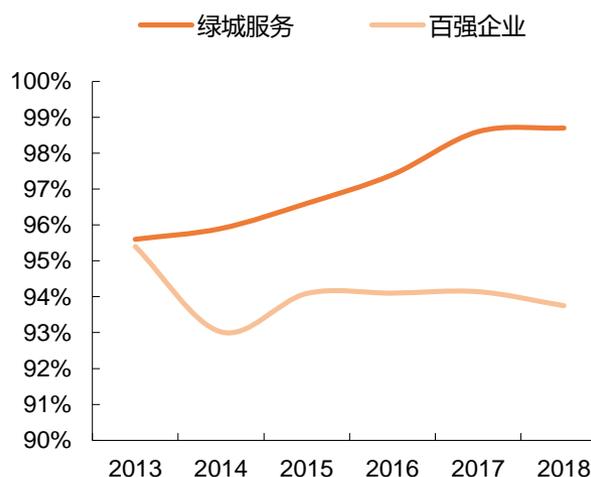
🏠 绿城服务储备面积高于在管面积



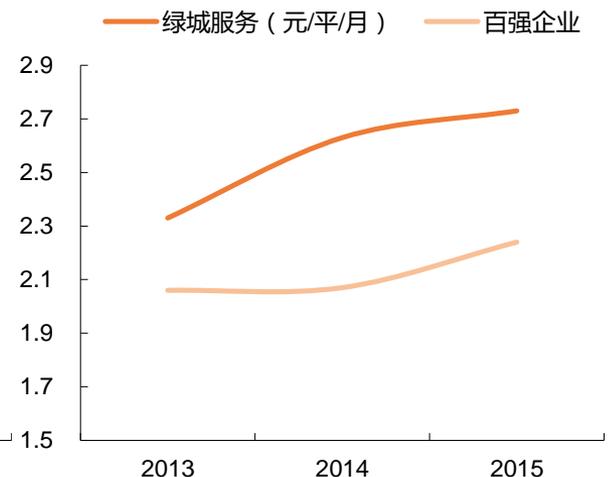
🏠 绿城服务在管面积主要来自第三方



🏠 绿城服务收缴率优于百强企业



🏠 绿城服务住宅物业费优于百强企业





四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

4.6 First Service

First Service成立于1989年，为北美物业服务行业领导者，截止2018年末管理社区8500余个，服务住户超百万，拥有员工约3.4万人，市场份额接近6%。

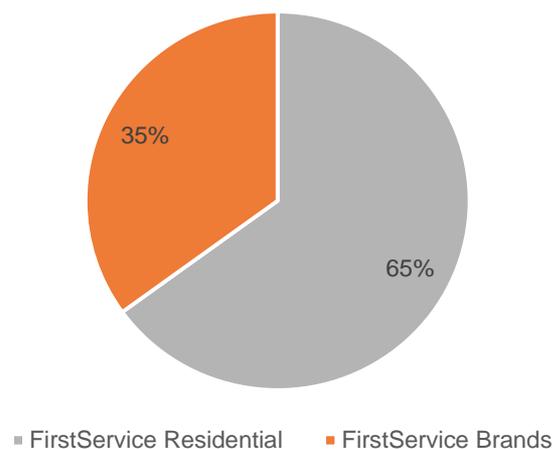
公司业绩稳定增长，2018年营业收入达19.3亿美元，同比增长13.3%，2014-2018年年复合增长率14.3%；2018年调整后EBITDA达1.9亿美元，同比增长19.6%，2014-2018年年复合增长率26.3%。

业务构成：1) 通过住宅管理平台First Service Residential向客户提供全方位物业管理服务，含社区运营、设施维护等传统物管服务及建筑工程维护、游泳池、金融、能源管理解决方案、咨询服务、转售处理等辅助服务，2018年实现营收12.6亿美元、同比增长6.9%、占比65%，实现调整后EBITDA1.1亿美元、同比增长12.9%；2) 通过品牌平台First Service Brands向客户提供增值服务，主要通过自营、特许经营提供物业修复、外墙粉刷等服务，2018年实现营收6.8亿美元、同比增长27.4%、占比35%，实现调整后EBITDA0.9亿美元、同比增长19.4%。

🏠 First Service收入及调整后EBITDA



🏠 First Service收入结构 (2018年)



数据来源：公司年报，平安证券研究所；调整后EBITDA为折旧摊销、所得税、收购成本、重组费用等计算前利润



四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

4.6 First Service

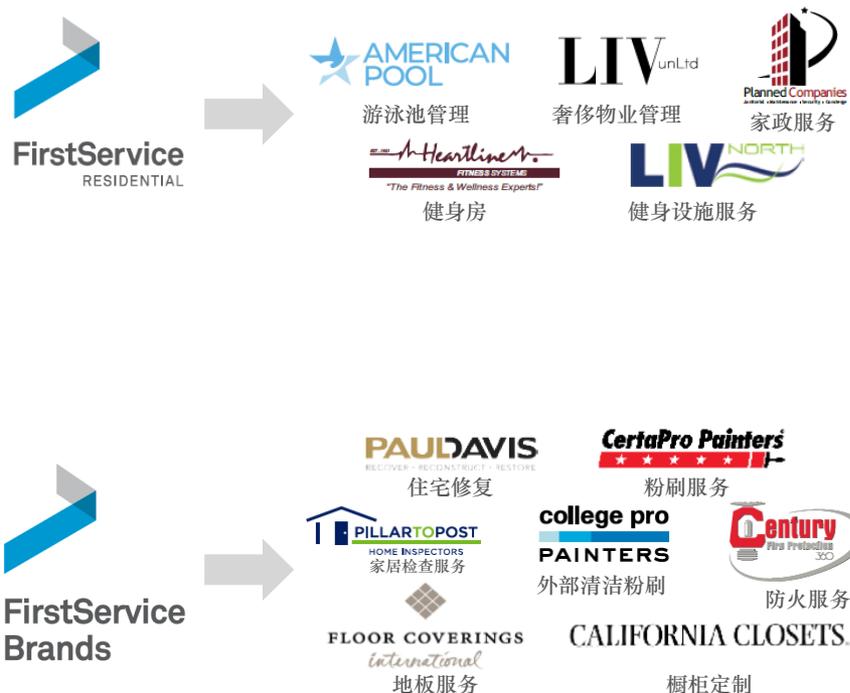
First Service Residential:

北美地区最大住宅社区管理商，在内涵式增长基础上，同时积极开展一系列有计划收购活动，不断扩充服务规模，拓展区域市场。截止2018年末业务覆盖美国25个州、加拿大3个省，服务超百万业主，覆盖北美超70%人口，拥有1.45万名员工，管理约8500个社区。通常按月收取固定费用，管理合约期限3-5年，由于具备优质口碑，续约率维持90%左右，管理社区协会年度总预算超80亿美元。

First Service Brands:

通过自营、收购、特许经营方式，建立七大增值服务品牌。2016年完成Century Fire Protection收购，成功切入防火服务；同时运营住宅修复、粉刷服务等六项特许经营网络，积极拓展服务边界，已实现与1794名特许经营商合作。特许经营协议期限通常5-10年，依据经营商总收入百分比或固定金额获取分成收入。

First Service 业务内容





四、物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力

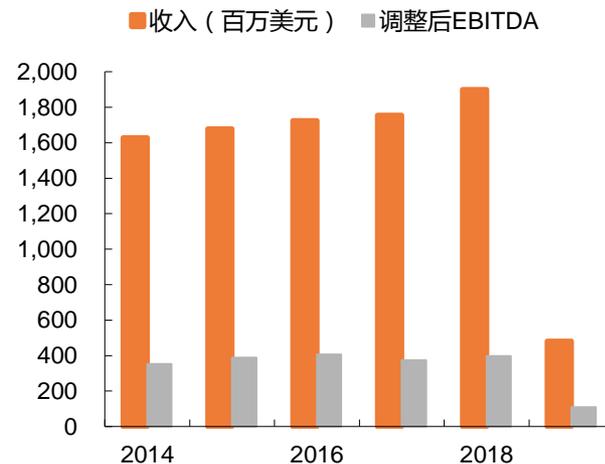
4.7 Service Master

Service Master成立于1929年，1962年登陆纽交所，2007年私有化，2014年重新上市，为美国最大的基础物业服务提供商，每天超4万名员工为5万余名客户提供服务。

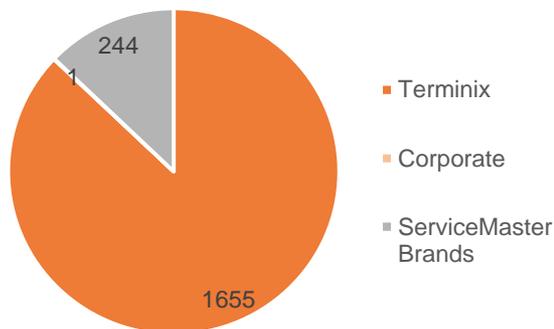
运营方式：1) 专注细分领域，通过创新中心为业务发展提供新产品支持，将服务范围从住宅拓展至商业、医疗、公共建筑等非住宅领域，通过提升各子版块品牌价值与影响力为客户提供更优质服务；2) 自营与特许经营并行，兼顾质量与增长；3) 重视收购对规模扩张的助益，2018年先后收购商业地产害虫治理公司及公共建筑领域害虫治理公司。

公司收入稳定增长，2018年达19亿美元，同比增长8.3%；2018年调整后EBITDA 4亿美元，同比增长6.4%。

Service Master收入及调整后EBITDA



收入结构 (2018年, 百万美元)



Service Master业务内容

主要内容

Terminix (自营为主)	Service Master 主营品牌，美国领先白蚁及害虫防治服务提供商，全美住宅市场排名第一，在美国47个州拥有400余家自有及特许经营机构，同时将业务拓展至加拿大、墨西哥、中美洲等地，收入主要来自自营。2018年3月收购Copesan Services (全美商业市场排名第四)，借此拓展商业市场范围，有助于规模效应实现；同年12月收购全美最大独立城市害虫公司Assured Environments，该公司以向9.11纪念馆、博物馆等纽约标志性建筑提供害虫治理服务而闻名。
Service Master Brands (特许经营为主)	主要提供住宅及商业的修复与清洁服务，特许经营方式为主，截止2018年末在10个国家拥有超4600家特许经营许可证持有者、超34000名特许经营伙伴。恢复服务方面，加强非住宅服务团队建设，同时增强火灾修复服务。清洁方面，2018年医疗保健服务销售额增长20%，2018年Service Master Clean受路易斯安那州富兰克林医疗中心聘请进行环境管理。

Contents

- 01 物业管理是什么？
- 02 物管空间如何：城镇化、消费升级等多重驱动，行业空间仍可观
- 03 物管现状怎样：集中度持续提升，资本助力规模扩张
- 04 物管如何运营：“扩容+开源+节流”构筑核心竞争力
- 05 投资建议



五、投资建议

伴随竣工面积增速的逐步回升、增值服务需求的持续释放以及行业支持政策的不断出台，物管行业有望持续快速发展，集中度亦将继续提升。展望未来，我们认为管理面积获取能力、增值服务运营能力和成本控制将成为物业管理企业做大做强关键点所在。我们预计，关联房企实力雄厚或独立第三方规模拓展能力较强的物管企业有望脱颖而出。



六、风险提示

- 1、房地产销售预冷，行业后续规模增长不及预期：**物业管理处房地产产业链下游，房屋竣工直接影响行业规模可扩展空间，若房地产销售超预期下滑，带动后续竣工面积走低，或导致行业规模增长不及预期风险；
- 2、国内经济增速回落，增值服务消费需求大幅下行：**近年来物业管理企业积极拓展增值服务以拓宽收入及利润来源，若未来经济增速持续回落，导致消费增速下行，或将对增值服务需求产生负面影响；
- 3、人力成本大幅上升：**人力成本为物管企业成本之首（占比60%左右），在政府指导物业服务价格相对固化及后续调价标准较高、导致服务费上涨实现难度较大的背景下，若后续人力成本大幅上升，将进一步挤压物管企业利润空间。

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。

谢谢阅读!

