

核心观点

❖ 行业规模：存量丰富，增量进入加速释放期

物管行业作为房地产开发链条的后周期节点，市场增量滞后于商品房新开工及销售情况。我国 2016 商品房销量增速达 22.5%，2017 年实现销售面积 16.94 亿方，2018 年在高基数效应下，销量依然实现 1.3% 的正增长。对应 2016-2018 年的销售规模，未来两年物管行业将进入高速扩张期。截至 2018 年末，我国城镇化率较美、日等发达国家至少具备 20% 的提升空间。随着区域性经济的崛起，保守估计 2021-2030 年商品房年均需求中枢逐渐回归至 9-10 亿方的合理水平，行业规模、业绩想象空间巨大。

❖ 业务发展：基础服务稳步提升，增值服务锦上添花

近几年，头部物业公司积极拓展多元化业务，基础物业服务稳增的同时，增值服务表现亮眼。一方面，头部公司更趋向于结合自身优势，进行“量身定制”的选择增值服务，由单纯的增量转为质量共同提升。另一方面，增值服务具备高毛利、覆盖广等特点，后续有望成为新的业绩增长点，带动物业公司整体盈利水平向好。

❖ 竞争格局：资源加速整合，集中度进一步提升

2015-2018 年，物业百强管理面积均值由 2361.5 万方增长至 3718.1 万方，市占率由 28.42% 提升至 38.85%。我们认为集中度的提升主要源于：**(1) 物管行业头部公司多拥有关联开发商，充分受益于开发商内部“输血”带来的内生性增长。**在房地产开发商集中度提升的带动效应下，行业资源逐步向物管头部倾斜；**(2) 借助资本优势推动物管企业实现规模化扩张。**近两年行业头部公司逐步掀起上市潮。从募集资金的用途来看，约 50%-60% 用于收并购、10%-20% 用于发展增值服务。不论是收并购，还是资本助推下的增值业务，均为头部企业带来规模优势，带动行业集中度进一步提升。

❖ “品牌、科技、人才”成为公司竞争的新生力量

目前，物业公司积极提升自身服务品质及管控能力以塑造良好的公司品牌。一方面，品牌效应可以为关联开发商的项目提供加持作用；另一方面，品牌效应已成为竞争第三方资源的重要因素。我们认为，随着增量市场逐步向存量市场转化，继规模之后，品牌优势将成为公司新的核心竞争力之一。随着人力成本的逐步攀升，基础物业服务的利润水平受到压制。通过“科技创新+人才战略”，物业公司既可以实现提效降本，又可以抢占增值业务。将人才战略与科技创新相结合的模式，或成为未来行业发展的重要途径。

❖ **风险提示：**商品房竣工不达预期；人力成本持续提升；多元化业务拓展失败带来的风险等。

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 房地产
行业评级 | 增持评级
报告时间 | 2019/11/16

👤 分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

👤 联系人

王洪岩
证书编号：S1100119110001
021-68416608
wanghongyan@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、简介篇：物业管理的基本内容	5
1. 物管行业的发展历程	5
2. 物业管理业务类型	6
3. 物业管理收费模式	6
二、行业篇：市场空间持续扩容、集中度进一步提升	7
1. 地产开发链条后周期，规模加速提升在即	7
1.1 物管规模滞后于销售、新开工	7
1.2 非住宅业态仍待价值重视	10
1.3 物管行业“量价齐升”仍需时日	11
2. 行业加速整合，集中度持续提升	13
2.1 开发商集中度的提升，带来物管规模向行业头部倾斜	13
2.2 登陆资本市场巩固头部优势，收并购助推行业资源整合	14
3. 深耕核心都市圈，加强单城渗透率	16
4. 基础服务稳健增长，增值业务锦上添花	18
4.1 物业公司“量身定制”增值服务已成趋势	18
4.2 增值服务增厚业绩	19
三、公司篇：强者恒强，多维度提升铸造高门槛	20
1. 维度一：物管头部由规模扩张转向高质量成长	20
2. 维度二：品牌效应	20
3. 维度三：技术创新，降本提效	21
4. 维度四：以人为核，共同发展	23
四、标的篇：顺周期扶摇而上，逆周期傲雪欺霜	24
1. 碧桂园服务（06098.HK）	24
2. 绿城服务（02869.HK）	26
3. 中海物业（02669.HK）	28
4. 永升生活服务（01995.HK）	31
5. 雅生活（03319.HK）	33
风险提示	35

图表目录

图 1:	物业管理行业发展历程	5
图 2:	物业管理业务构成	6
图 3:	房地产开发周期	7
图 4:	商品房销售面积及其同比	8
图 5:	不同业态销售面积同比增速	8
图 6:	新开工面积及其同比	8
图 7:	竣工面积及其同比	8
图 8:	新开工与竣工时滞拉长	9
图 9:	建安投资与施工面积出现背离	9
图 10:	我国总人口及城镇化率	9
图 11:	美国城镇化率	10
图 12:	日本城镇化率	10
图 13:	非住宅销售情况	10
图 14:	商品房销售面积构成	10
图 15:	非住宅竣工情况	11
图 16:	商品房竣工面积构成	11
图 17:	城镇居民人均可支配收入及同比	11
图 18:	城镇居民人均可支配收入实际同比	11
图 19:	物业百强收费水平（元/平/月）	12
图 20:	物业百强收费水平（元/平/月）	12
图 21:	地产开发商销售集中度持续提升	13
图 22:	头部公司 2018 在管规模构成（按来源）	13
图 23:	头部公司关联开发商 2018 年销售情况	13
图 24:	物业公司上市募集资金的规划用途	15
图 25:	物业百强在管规模均值及合计市占率	16
图 26:	物业百强在管面积布局（2018）	17
图 27:	物业百强基础服务及增值服务收入占比	19
图 28:	物业百强基础服务及增值服务净利润占比	19
图 29:	物业百强业主增值服务构成	19
图 30:	物业百强非业主增值服务构成	19
图 31:	2018 物业百强营收情况	20
图 32:	2018 物业百强净利润水平	20
图 33:	2018 物业百强经营成本构成	22
图 34:	绿城服务智慧园区服务平台	22
图 35:	碧桂园服务社区“大脑”运行图	23
图 36:	物业百强从业人员构成	24
图 37:	物业百强人均产出	24
图 38:	收费管理面积及其增速	25
图 39:	合同管理面积及其增速	25
图 40:	截至 2019H1 公司合同管理面积及收费管理面积布局	25
图 41:	2019H1 收入构成	26
图 42:	各业务毛利率水平	26

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	在管面积及其同比.....	27
图 44:	储备面积及其同比.....	27
图 45:	在管面积构成.....	27
图 46:	收入构成.....	27
图 47:	营业收入及其同比.....	28
图 48:	净利润及其同比.....	28
图 49:	营业收入及其同比.....	29
图 50:	净利润及其同比.....	29
图 51:	市政物业——深圳音乐厅.....	29
图 52:	市政物业——香港海关总部大楼.....	29
图 53:	“兴海物联”全价值链服务.....	30
图 54:	“优你互联生态圈”.....	31
图 55:	营业收入及其同比.....	32
图 56:	净利润及其同比.....	32
图 57:	在管建面构成.....	32
图 58:	收入构成.....	32
图 59:	永升智慧物业.....	33
图 60:	营业收入及其同比.....	34
图 61:	净利润及其同比.....	34
图 62:	公司合约面积（万方）.....	34
图 63:	公司在管面积来源构成（2019H1）.....	34
图 64:	公司组织架构图.....	35
表格 1.	两种收费模式比较.....	6
表格 2.	部分城市新旧物业收费标准对比.....	12
表格 3.	2014 至今物业公司上市梳理.....	14
表格 4.	部分港股上市物业公司募集资金使用情况.....	15
表格 5.	2018 年以来部分物业公司收并购案例.....	15
表格 6.	物业百强布局城市 TOP20.....	17
表格 7.	碧桂园服务增值业务的选择.....	18
表格 8.	永升 UP 生活服务部分内容.....	18
表格 9.	2018 年中国物业管理企业品牌价值 10 强.....	21

一、简介篇：物业管理的基本内容

1. 物管行业的发展历程

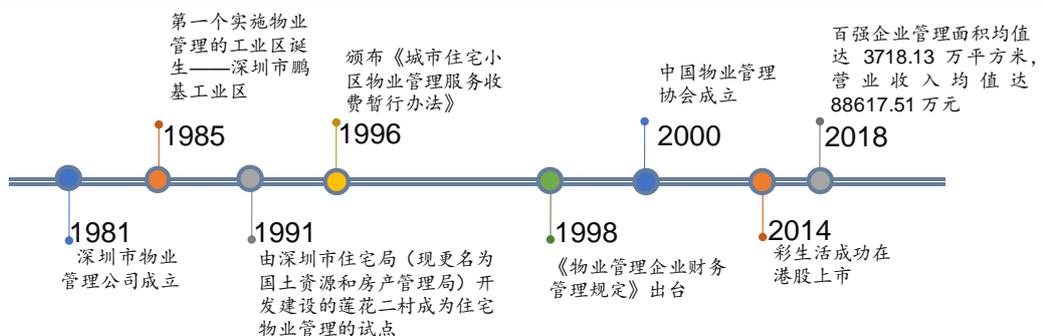
回顾我国物业管理行业 30 逾年的发展历程，大致经历了三个阶段：探索起步期、行业规范期、快速发展期。

探索起步期（1981-1995）：1981 年，我国第一家物业管理公司——深圳市物业管理公司成立。1983 年，深圳市国际商业大厦成为首个运用物业管理的商业体；1985 年，物业管理拓展至深圳市鹏基工业区；1991 年，由深圳市住宅局（现更名为国土资源和房产管理局）开发建设的莲花二村成为住宅物业管理试点。至此，物业管理的探索范围由商业大厦、工业区蔓延至住宅项目。虽然这一阶段并不具备完善的规章制度，但却实现了从无到有的突破。

行业规范期（1996-2000）：国内物管行业经过了十多年的探索后，于 1996 年开始进入了行业规范期，主要体现在物业管理法律法规的陆续出台。如，1996 年的《城市住宅小区物业管理服务收费暂行办法》、1998 年的《物业管理企业财务管理规定》。2000 年 10 月，中国物业管理协会成立。这一阶段，伴随着法律法规的出台，物管行业对于专业性的要求越来越高，物业管理专业开始作为一门专业的学科登录高等教育自学考试。

快速发展期（2001-至今）：随着房地产行业的蓬勃发展，物业管理规模逐步提升。尤其是近几年，我国商品房销量屡创新高，2018 年商品房销售面积达 17.2 亿方。作为房地产后周期的物管行业得到了迅速的发展。2014 年，彩生活成功在港股上市，成为第一家上市的物业管理公司。2018 年，A 股迎来了第一家上市物业公司——南都物业。这期间，碧桂园服务、中海物业、永升生活服务 etc 陆续登陆资本市场，物业管理公司开始崭露头角。

图 1： 物业管理行业发展历程



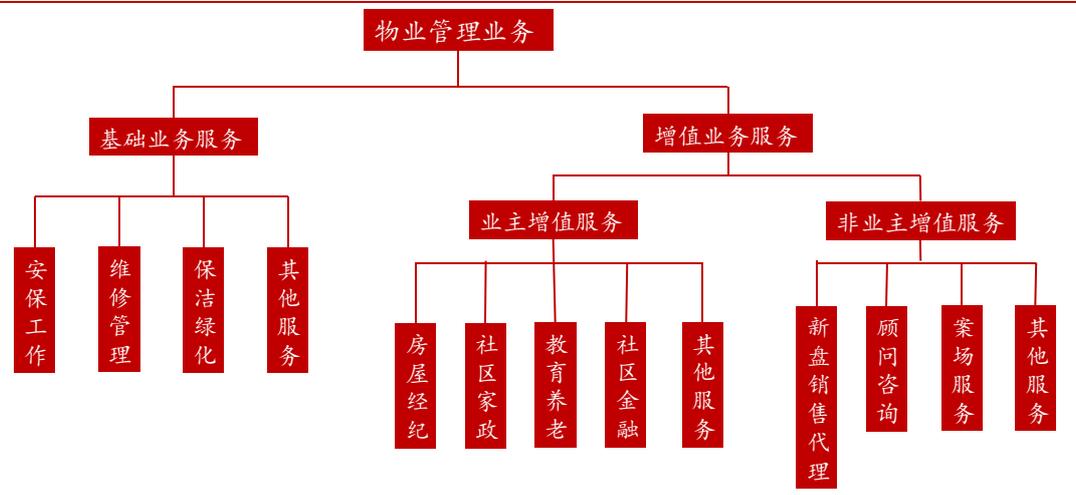
资料来源：百度学术网，知网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2. 物业管理业务类型

目前，我国物业公司主要提供两种类型的物业服务，即基础业务服务和增值业务服务。其中，增值业务服务又可细分为业主增值服务和非业主增值服务。基础物业服务主要包括：安保服务、卫生保洁服务及维修、绿化等标准化的物业服务。增值业务服务中的业主增值服务包括：物业公司为业主提供的社区家政服务、教育养老服务和社区金融服务等；而非业主增值服务主要包括为开发商提供新楼盘的销售代理以及广告等业务。

图 2： 物业管理业务构成



资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，川财证券研究所

3. 物业管理收费模式

我国物业管理的收费模式主要有包干制、酬金制。其中，包干制是指由业主向物业管理企业支付固定物业服务费用，盈余或者亏损均由物业管理企业享有或者承担的物业服务计费方式；酬金制是指在预收的物业服务资金中按约定比例或者约定数额提取酬金支付给物业管理企业，其余全部用于物业服务合同约定的支出，结余或者不足均由业主享有或者承担的物业服务计费方式。

表格 1. 两种收费模式比较

	包干制	酬金制
收取方式	物业公司向业主收取 固定的物业服务费	物业公司向业主 预收物业服务资金
费用构成	服务成本+企业收入	服务成本+预收资金结余+企业利润
利润来源	扣除成本后的剩余部分（可能出现亏损）	收取服务资金的一定比例

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

灵活性	费用固定	可根据服务质量进行调整
优点	(1) 简便易行；(2) 对业主的专业性知识要求不高，节省了业主的管理成本；(3) 促使公司进行管理创新，提效降本	(1) 酬金制更加透明；(2) 服务支出对企业利润没有直接影响，利于管理的专业化和服务质量的提升。
缺点	(1) 公司为提升利润水平，存在削减支出、降低服务质量的可能；(2) 不利物业管理的专业化提升	(1) 对业主的专业知识要求较高；(2) 公司为提升利润，存在提高酬金支付基数的可能性；(3) 阻碍公司的管理创新

资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，川财证券研究所

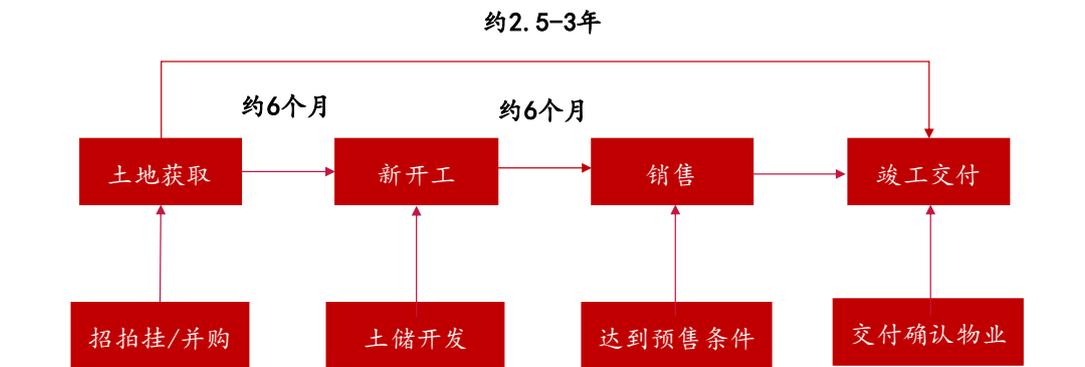
二、行业篇：市场空间持续扩容、集中度进一步提升

1. 地产开发链条后周期，规模加速提升在即

1.1 物管规模滞后于销售、新开工

物管行业作为房地产开发链条的后周期节点，滞后于商品房新开工及销售情况。从房地产项目开发的时间来看，企业从拿地到房屋竣工交付，保守估计需要 2.5-3 年。期间，拿地到开工约 6 个月，开工到预售约 6 个月，由预售到竣工交付普遍存在 1.5 到 2 年左右的滞后期。

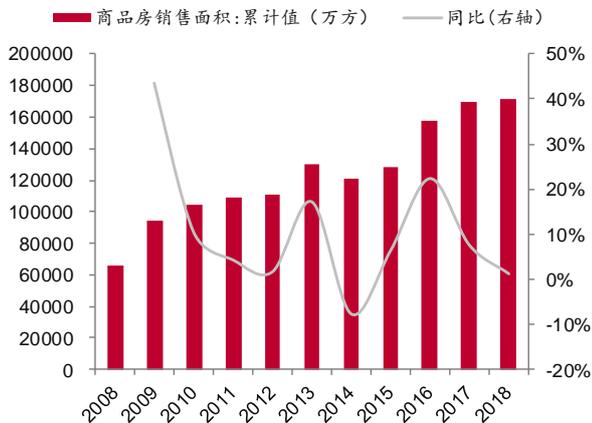
图 3： 房地产开发周期



资料来源：主流房地产开发商公司公告，明源地产研究网，川财证券研究所

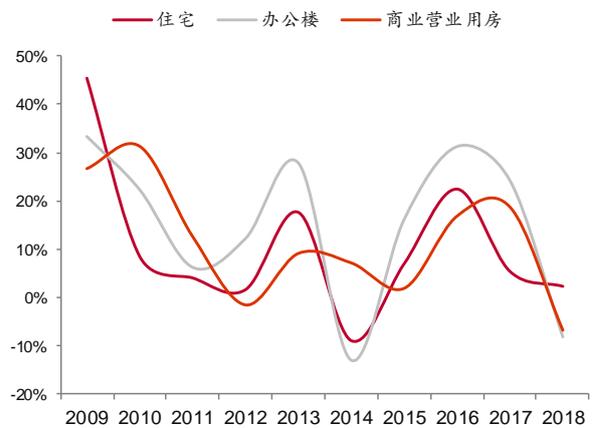
我国商品房销量在经历 2014 年负增长后，2015-2018 年持续正增长，且 2016 增速达 22.5%。2017 年再创新高，当年实现销售面积 16.94 亿方，同比增长 7.7%，近三年销量复合增速达 10.1%。

图 4：商品房销售面积及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

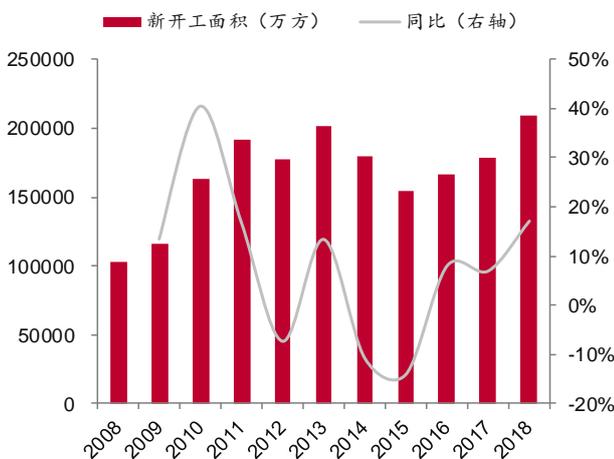
图 5：不同业态销售面积同比增速



资料来源: Wind, 川财证券研究所

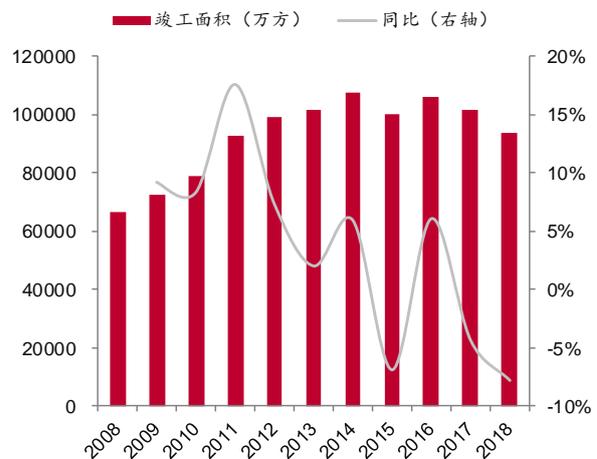
值得注意的是，施工强度是影响新开工到竣工传导时滞长短的重要因素之一。自 2016 年下半年，新开工向竣工的传导时间出现拉长迹象。我们对建安投资与施工面积进行对比，发现 2017 年一季度起，二者出现背离，且剪刀差逐步拉大。这表明，自 2016 年底、2017 年初，新开工后的项目，施工强度有所降低，从而施工周期出现拉长的现象。对于这一点，我们认为与融资环境收紧后，部分房企抢开工、抢销售、加速回款、滞后果竣工有关。今年开始，建安投资逐步修复，实际竣工有企稳之势。因此，2016-2018 年周期拉长的项目将在未来两年进行集中交付。

图 6：新开工面积及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 7：竣工面积及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

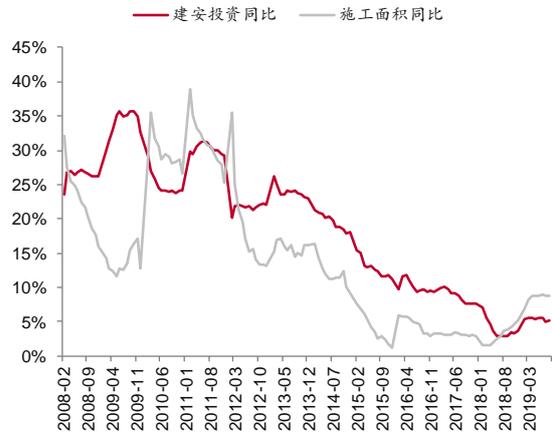
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 8: 新开工与竣工时滞拉长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

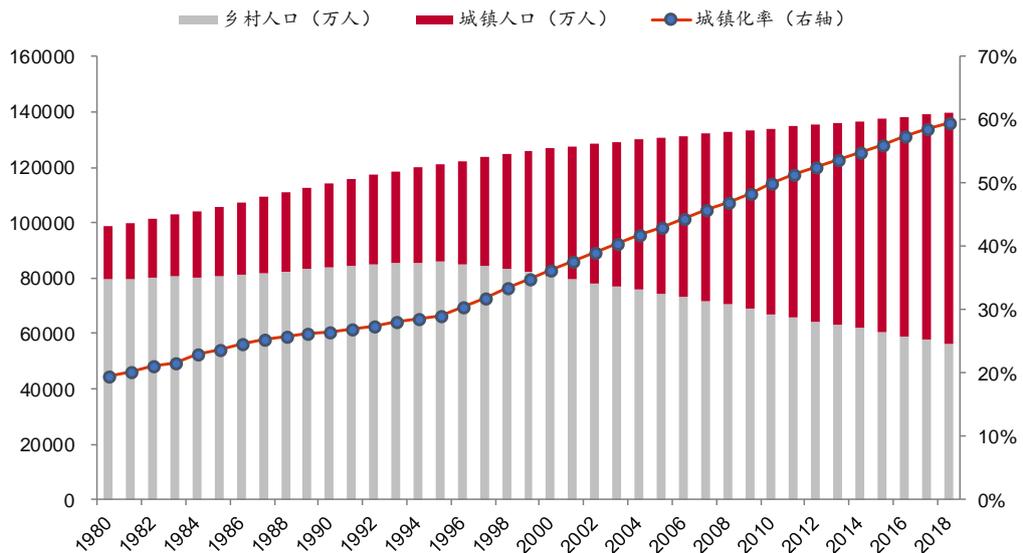
图 9: 建安投资与施工面积出现背离



资料来源: Wind, 川财证券研究所

截至 2018 年末,我国的城镇化率达 59.6%,对标美国(82.3%)、日本(91.6%)、韩国(81.5%)、英国(83.4%),保守估计,我国城镇化率至少还有 20% 的增长空间。但是美国、日本的城镇化率达到 70%-75% 后,经历了一段平台期,然后继续上升。考虑到我国住房需求主要由: 1、城镇新生人口的需求; 2、农村人口流入城镇带来的需求; 3、改善型需求组成。我们预计,未来 2021-2030 年商品房年均需求中枢将逐步降至 9-10 亿方的合理水平。

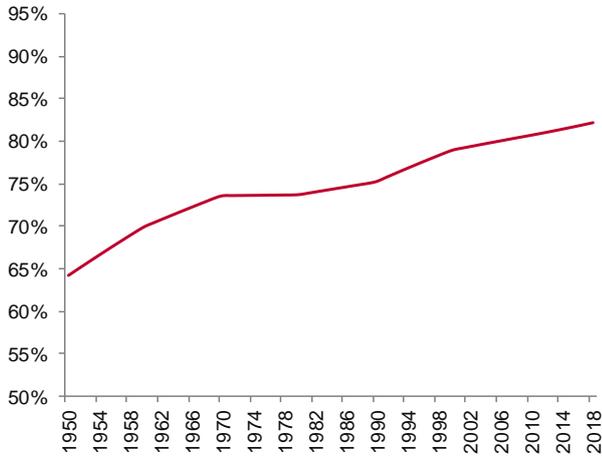
图 10: 我国总人口及城镇化率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 11: 美国城镇化率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 12: 日本城镇化率

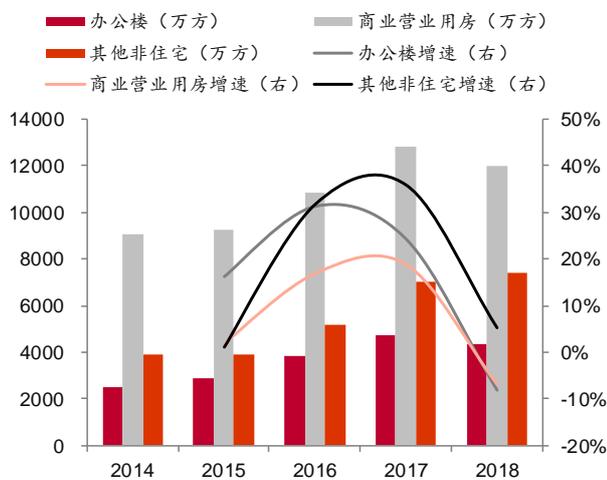


资料来源: Wind, 川财证券研究所

1.2 非住宅业态仍待价值重视

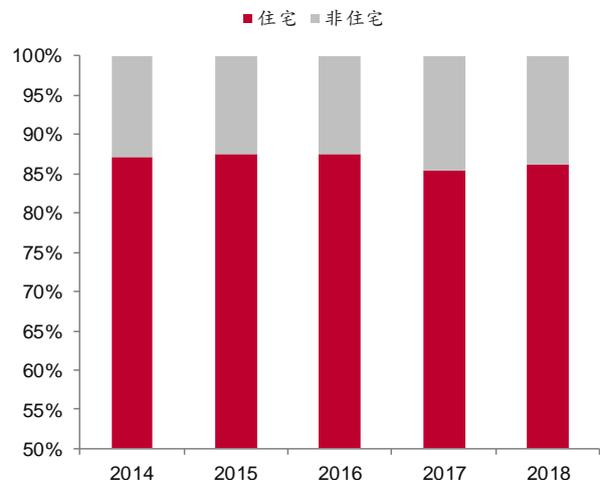
按照管理业态来看, 2018 年我国产业园区在管面积达 8.9 亿方; 医疗卫生机构达 98.7 万个、医院 2.9 万个; 全国高等学校 2914 所。从销量来看, 近三年非住宅业态销售面积占比约 14%, 复合增速为 13.8%。从竣工来看, 非住宅业态竣工占比逐年提升, 2018 年占比达 29.4%。目前, 传统住宅物业依然作为物管行业的主要组成部分, 行业内竞争格局日渐清晰, 头部企业优势逐步扩大。而非住宅业态领域, 则具备更多的发展潜力。

图 13: 非住宅销售情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

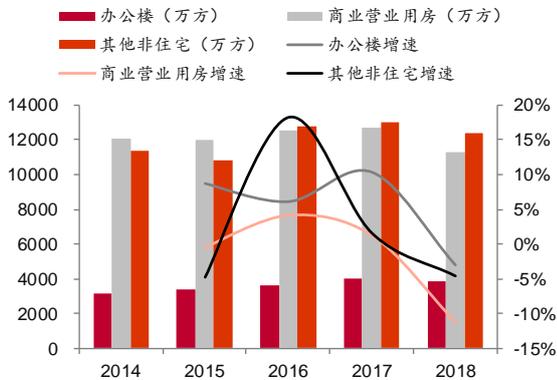
图 14: 商品房销售面积构成



资料来源: Wind, 川财证券研究所

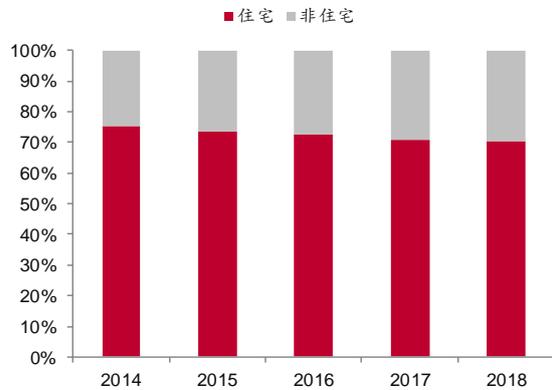
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 15: 非住宅竣工情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 16: 商品房竣工面积构成

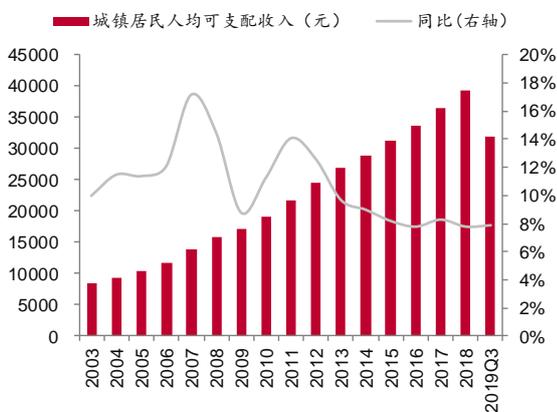


资料来源: Wind, 川财证券研究所

1.3 物管行业“量价齐升”仍需时日

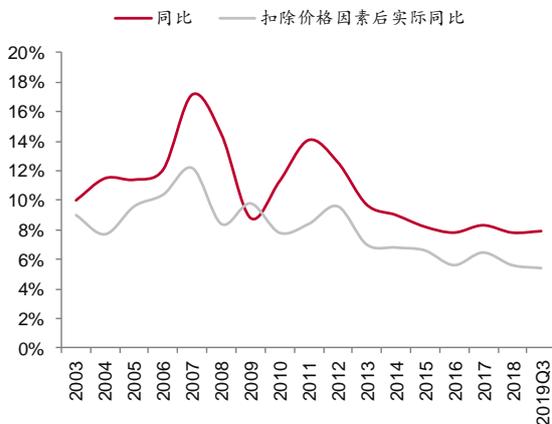
经济发展，消费升级，对物业服务需求量提升的同时，品质要求相应更高。城镇化率的提升来源于人口的流动，当前我国人口的流动又取决于经济发展的不均衡。随着经济的不断发展，我国居民的收入水平也随之提高。2018年，我国城镇居民人均可支配收入约 39251 元，同比增长 7.8%，剔除价格因素后实际增长 5.6%。2016-2018 年，城镇居民人均可支配收入复合增速 8.0%，剔除价格因素后为 5.9%。收入的提升，在一定程度上带动消费升级，从而对物业服务品质及类别提出更高、更多的要求，成为单价提升的潜在动力之一。

图 17: 城镇居民人均可支配收入及同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

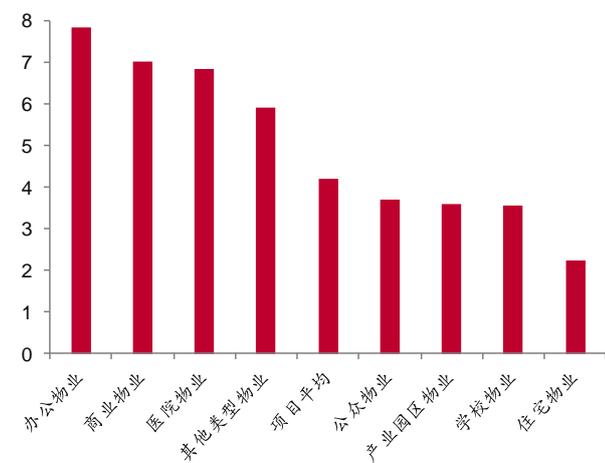
图 18: 城镇居民人均可支配收入实际同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

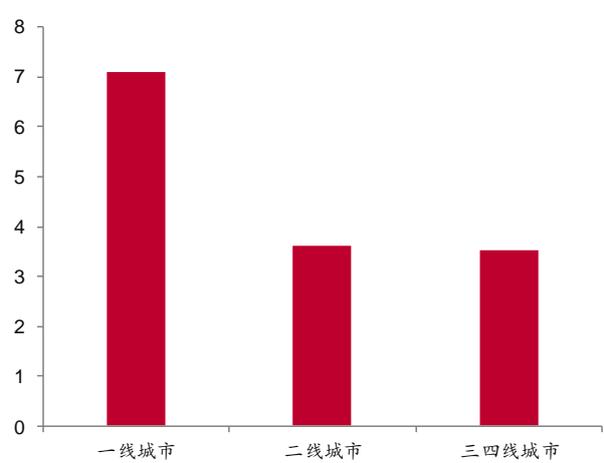
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 19: 物业百强收费水平 (元/平/月)



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

图 20: 物业百强收费水平 (元/平/月)



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

近几年, 我国物业公司的服务质量和范围不断提升和扩大, 同时人工费用的提高也推动了成本的不断上行, 但是物业服务费并未发生相应幅度的增长。造成这种现象的原因之一是很多城市对物业服务的收费标准实施价格指导等措施, 从而造成物管行业提价困难。自去年以来, 包括深圳、佛山在内的许多城市发布了物业收费标准的调整公告, 物管行业指导价初步放开, 但距离实现市场化的定价仍需时日。物业收费市场化程度的提升, 成为单价提升的第二个潜在动力。

表格 2. 部分城市新旧物业收费标准对比

城市名称	时间	旧标准上限 (元/平/月)	时间	新标准上限 (元/平/月)	新文件或通知		
深圳	2013	多层	1.30	2019	多层	0.90-2.20	《深圳市住宅物业服务收费指导标准 (征求意见稿)》
		高层	3.90		高层	2.71-5.63	
台州	2013	多层	0.30-0.90	2018	多层 (不带电梯)	0.35-1.10	《关于调整和规范台州市普通住房物业服务收费管理的通知》
		高层	0.90-1.80		高层	1.10-2.15	
十堰	2012	多层 (不带电梯)	0.40-0.90	2018	多层 (不带电梯)	0.50-1.0	《关于规范十堰城区物业服务收费管理有关问题的通知》
		多层 (带电梯)	0.80-1.30		多层 (带电梯)	0.90-1.50	
佛山	2011	住宅 (带电梯)	2.47	2019	一级	2.7	《佛山市住房和城乡建设局关于进一步加强物业收费管理的通知》
		住宅 (不带电梯)	1.82	二级	2.35		
				三级	2		
				四级	1.65		
				五级	1.3		

资料来源: 人民网, 房天下, 川财证券研究所

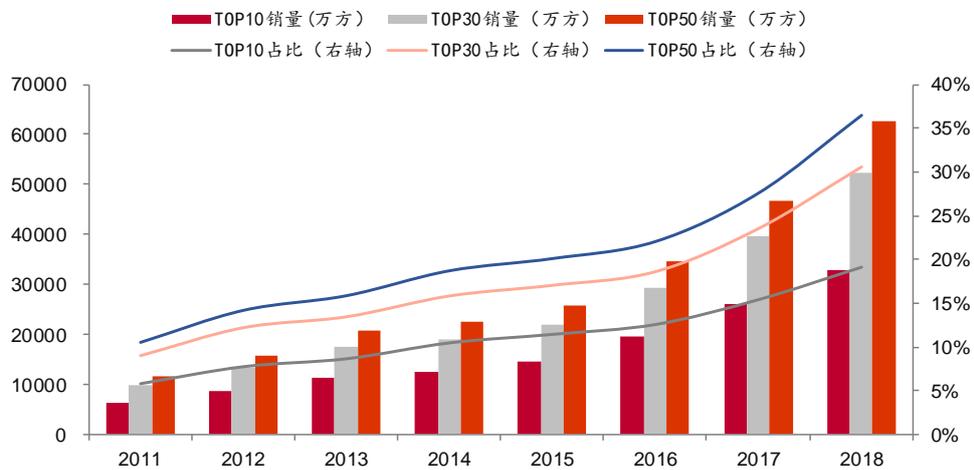
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2. 行业加速整合，集中度持续提升

2.1 开发商集中度的提升，带来物管规模向行业头部倾斜

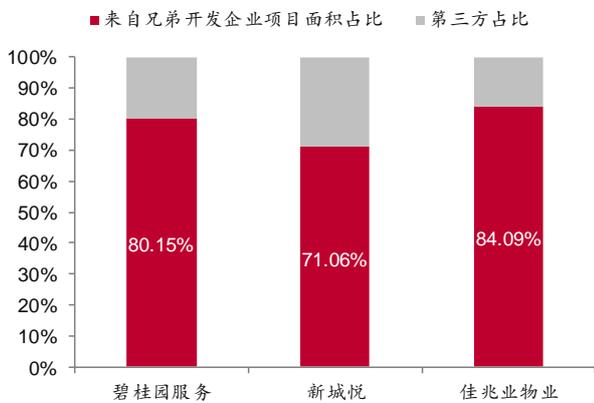
近几年，房地产开发领域集中度表现出明显的提升趋势。不论是在土地储备、销售规模，还是在资金获取上，资源向规模型房企倾斜的趋势较为突出。这些房企的业务中普遍具备物业服务板块，如碧桂园与碧桂园服务、万科A与万科物业、保利地产与保利物业等等。未来几年，这类物业公司将充分享受商品房销售高增后带来的规模提升红利，促进物管行业集中度的提升。

图 21： 地产开发商销售集中度持续提升



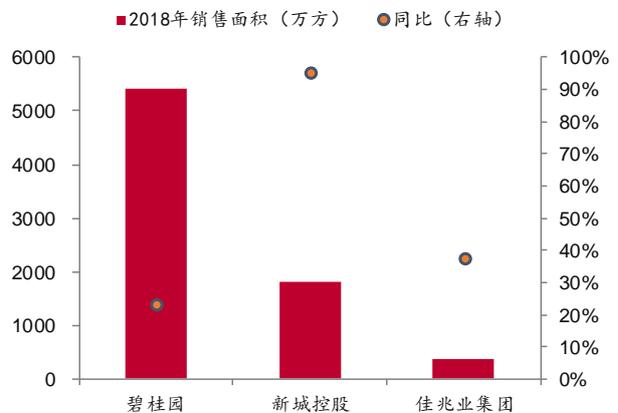
资料来源：克而瑞，Wind，川财证券研究所

图 22： 头部公司 2018 在管规模构成（按来源）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23： 头部公司关联开发商 2018 年销售情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2 登陆资本市场巩固头部优势，收并购助推行业资源整合

自 2014 年彩生活成功在港股上市，成为第一家上市的物业管理公司后，近两年物业公司逐步掀起上市潮。据我们跟踪，2018 年主板上市的物业服务企业新增 6 家，自 2014 年彩生活上市后至今上市物业公司已达 15 家。物管行业头部企业积极进入资本市场，借助资本优势助推规模扩张，巩固头部优势。

表格 3. 2014 至今物业公司上市梳理

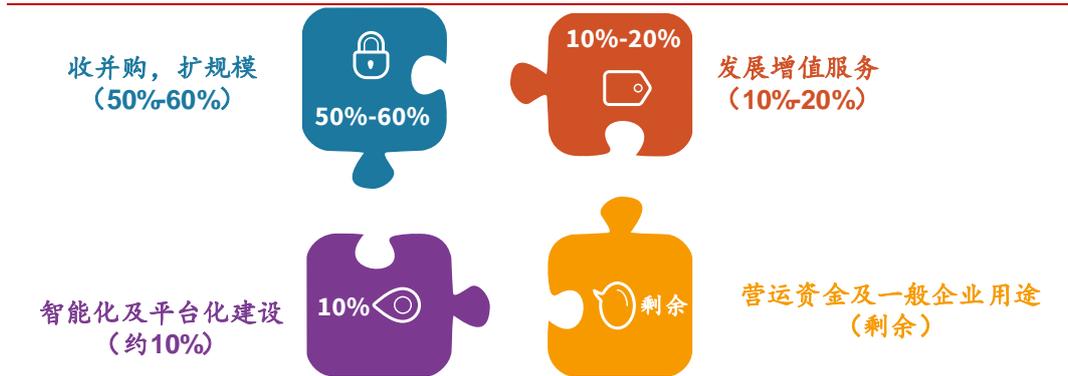
时间	股票代码	上市公司名称	上市地点	总市值(亿元)
2014-06-30	1778.HK	彩生活	香港联交所	59.45
2015-10-23	2669.HK	中海物业	香港联交所	140.28
2015-11-25	1538.HK	中奥到家	香港联交所	4.97
2016-07-12	2869.HK	绿城服务	香港联交所	219.86
2016-11-08	3686.HK	祈福生活服务	香港联交所	5.45
2017-12-11	1417.HK	浦江中国	香港联交所	7.72
2018-02-01	603506.SH	南都物业	上海	27.40
2018-02-09	3319.HK	雅生活服务	香港联交所	300.03
2018-06-19	6098.HK	碧桂园服务	香港联交所	657.83
2018-11-06	1755.HK	新城悦服务	香港联交所	77.00
2018-12-06	2168.HK	佳兆业美好	香港联交所	24.80
2018-12-17	1995.HK	永升生活服务	香港联交所	63.23
2019-03-15	3316.HK	滨江服务	香港联交所	17.68
2019-03-18	3662.HK	奥园健康	香港联交所	40.81
2019-10-18	2606.HK	蓝光嘉宝服务	香港联交所	71.15

资料来源: Wind, 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

注: 总市值数据日期为 2019 年 11 月 8 日

2019 中国物业服务百强企业研究报告显示，港股上市企业募集的资金用途主要分为：收并购（50%-60%）、发展增值服务（10%-20%）、智能化及平台化建设（约 10%），其余资金作为营运资金及一般企业用途。如，绿城服务募集资金净额 12.66 亿元，已使用 9.2 亿元，其中 29.81% 用于收购物业及增值服务公司；雅生活募集资金净额 31.99 亿元，已使用 7.62 亿元，55.37% 用于战略投资及收购。

图 24: 物业公司上市募集资金的规划用途



资料来源：2019 中国物业服务百强企业研究报告，川财证券研究所

表格 4. 部分港股上市物业公司募集资金使用情况

公司名称	募集资金净额 (亿元)	已使用金额 (亿元)	使用资金明细
绿城服务	12.66	9.2	1、收并购 (29.81%); 2、开发及推广智慧园区项目、产品及服务 (9.63%); 3、运营及一般企业用途 (34.41%); 4、偿还贷款 (26.15%)
雅生活服务	31.99	7.62	1、战略投资及收购 (55.37%); 2、“四化”建设 (1.56%); 3、营运及一般企业用途 (43.07%)

资料来源：2019 中国物业服务百强企业研究报告，川财证券研究所

除了自身关联开发商给予的内部“输血”，物业公司通过收并购实现了规模的进一步扩张。2015-2018 年，物业百强管理面积均值由 2361.5 万方增长至 3718.1 万方，平均管理项目数量由 154 个增长至 192 个，市占率由 28.42% 提升 10.43 个百分点至 38.85%。2018 年，TOP10 的合计市占率提升至 11.35%，较 2017 年增加 0.29 个百分点。但对比北美物管行业领军者 First Service Corporation，其 2018 年管理社区超 8500 个，占据北美物业管理市场份额近 6%。我国的物管行业集中度还有较大的提升空间。

表格 5. 2018 年以来部分物业公司收并购案例

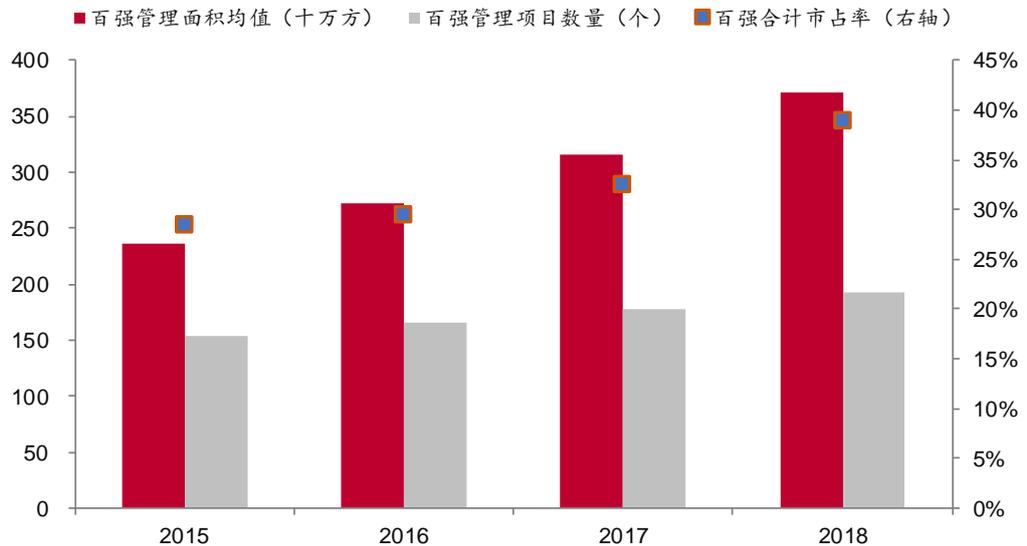
公司名称	被收购公司名称	收购股权比例	交易总价 (万元)	管理面积 (万方)
雅生活	南京紫竹物业管理股份有限公司	51%	20481.23	2426
	兰州城关物业服务集团有限公司	51%	14790	2490
	青岛华仁物业股份有限公司	89.66%	13358.06	570
	哈尔滨景阳物业管理有限公司	60%	11388.15	978

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

	广州粤华物业有限公司	51%	19534.46	3000
蓝光嘉宝	成都市东景物业管理有限公司	65%	5200	700
	泸州天立物业有限公司	70%	3500	400
碧桂园服务	成都清华逸家物业管理有限公司	100%		
	成都佳祥物业管理有限公司	100%		
	北京盛世物业服务服务有限公司	70%	68258.88	-
	上海睿靖实业有限公司	100%		
佳兆业物业	南昌市洁佳物业有限公司	100%		
	嘉兴大树物业管理有限公司	60%	3658	790
绿城服务	Montessori Academy	56%	6720.42 (澳元)	-
南都物业	江苏金枫物业服务有限责任公司	70%	10080	-

资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 25: 物业百强在管规模均值及合计市占率



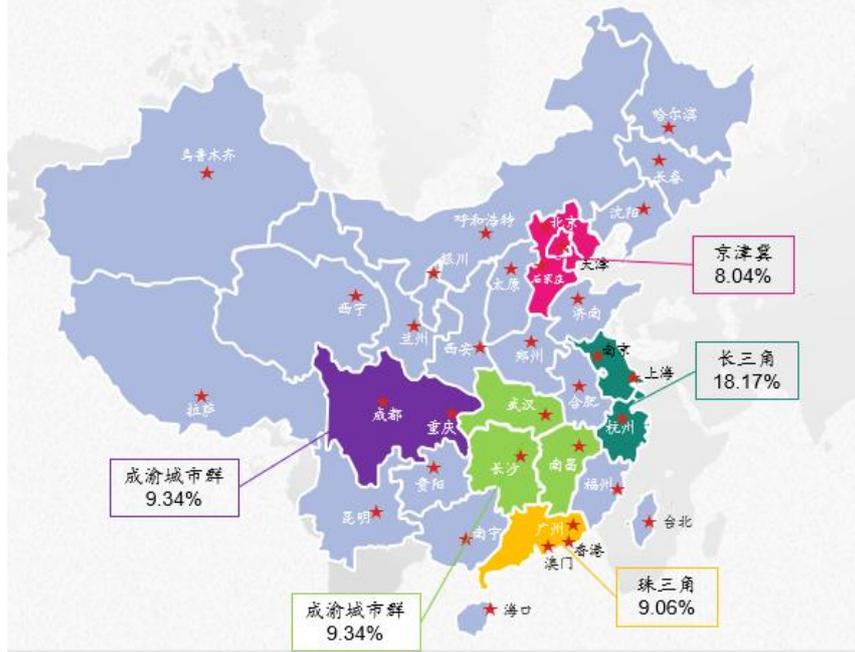
资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

3. 深耕核心都市圈，加强单城渗透率

适应区域性崛起之势，深耕核心都市圈。物业公司的布局选择已经从项目导向逐步向城市深耕过渡，根据我国区域经济的发展特点，对具备发展优势及人口优势的城市进行深耕细作。截至 2018 年，我国物业百强企业在管面积中覆盖长三角、珠三角、京津冀、成渝都市圈、长江中游城市群的合计占比达 53.12%。其中，长三角 18.17%、成渝都市圈 9.34%、珠三角 9.06%、长江中游 8.51%、京津冀 8.04%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 26: 物业百强在管面积布局 (2018)



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

增强单城渗透率, 区域选择性下沉以实现都市圈布局有待加强。按单个城市管理规模来看, 2018 年百强物业企业单个城市项目均数 6.64 个, 单个项目管理面积均值 19.37 万方, 单个城市管理面积均值 128.21 万方, 同比分别增加 4.51%、13.47%、9.0%。从具体城市来看, 物业百强企业管理规模前二十的城市, 均为我国核心都市圈的一、二线城市, 单城布局持续提升, 区域性渗透有待加强。考虑到我国目前经济发展向区域性迈进, 核心都市圈经济发展的同时, 有效的实现了人口的引入, 核心城市周边三、四线卫星城, 将充分享受区域协同发展带来的红利。

表格 6. 物业百强布局城市 TOP20

城市名称	城市能级	所属区域	管理规模 (万方)
重庆	2	成渝城市群	34912
北京	1	京津冀	20567
上海	1	长三角	18465
济南	2	-	18245
武汉	2	长江中游	17569
成都	2	成渝城市群	17343
广州	1	珠三角	16690
杭州	2	长三角	15380
贵阳	2	-	14355

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

南京	2	长三角	14256
西安	2	-	14116
苏州	2	长三角	13685
长沙	2	长江中游	12729
郑州	2	-	11895
深圳	1	珠三角	10971
福州	2	海西经济圈	9188
沈阳	2	-	8353
南昌	2	-	7615
青岛	2	-	7486
合肥	2	-	7300

资料来源：2019 中国物业服务百强企业研究报告，川财证券研究所

4. 基础服务稳健增长，增值业务锦上添花

4.1 物业公司“量身定制”增值服务已成趋势

行业发展至今，由追求规模增长转为“量身定制”的业务扩张，由单纯的增量，逐步转为质、量共同提升已成趋势。对于增值服务的拓展，头部物业公司更趋向于结合自身优势，实现有针对性的选择增值服务。如绿城服务的物业资产管理服务、园区空间服务、文化教育服务等；碧桂园服务提供的房地产经纪服务；雅生活服务社区资源服务；中海物业的自有资产经营等等。

表格 7. 碧桂园服务增值业务

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

资料来源：，碧桂园服务官网，川财证券研究所

表格 8. 永升 UP 生活服务部分内容

服务名称	服务内容	优势
旭惠美家	家居服务、拎包入住	与数家知名装修公司合作，提供贴心的专业家居服务，包括家电、装修等

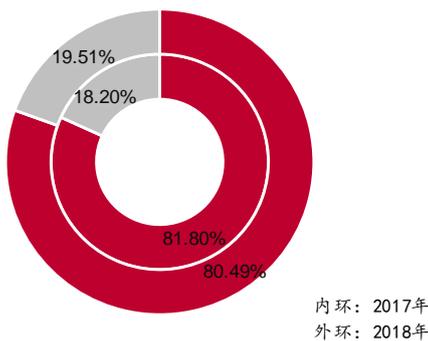
资料来源：，永升生活服务官网，川财证券研究所

4.2 增值服务增厚业绩

从收入构成来看，2018年，物业百强基础物业服务收入均值为7.13亿元，占比达80.49%，较2017年下降1.31个百分点；多种经营收入均值达1.73亿元，占比19.51%。多种经营收入中，空间运营、房屋经纪业务收入贡献占比靠前。从净利润构成来看，物业百强2018年基础物业服务净利润占比55.70%，较2017年下降2.62个百分点；多种经营业务净利润均值占比44.30%。可见，增值服务的盈利能力远高于基础物业服务。一方面，随着物业公司对增值服务的持续拓展，多种经营业务规模提升可期。另一方面，随着人力成本的增加，基础物业服务盈利水平或进一步受到压制，增值服务有望成为行业新的业绩增长点。

图 27: 物业百强基础服务及增值服务收入占比

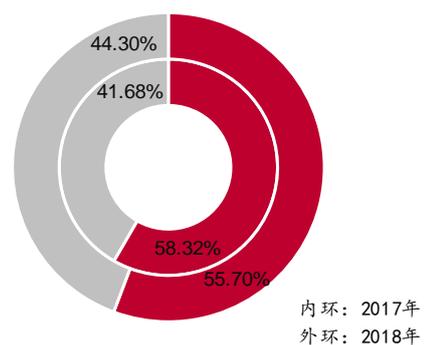
■ 基础物业服务收入均值占比 ■ 多种经营收入均值占比



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

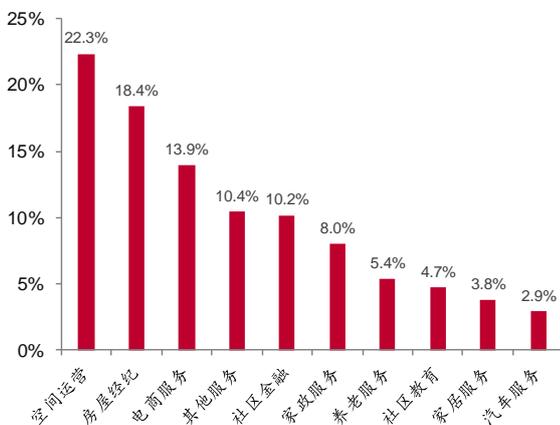
图 28: 物业百强基础服务及增值服务净利润占比

■ 基础物业服务净利润均值占比 ■ 多种经营净利润均值占比



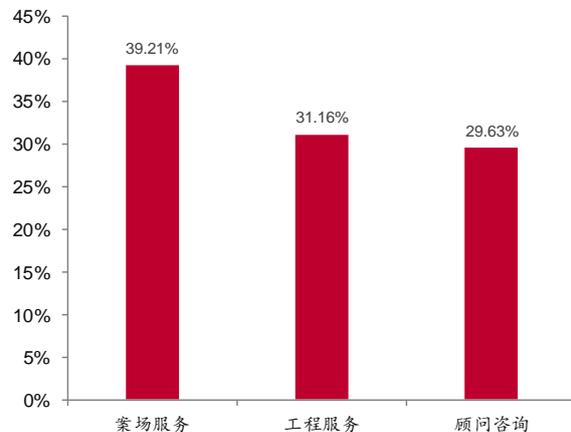
资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

图 29: 物业百强业主增值服务构成



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

图 30: 物业百强非业主增值服务构成



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

三、公司篇：强者恒强，多维度提升铸造高门槛

1. 维度一：物管头部由规模扩张转向高质量成长

物管头部公司通过自上而下承接关联开发商给予的新资源及向外拓展获取的项目，成功实现规模的提升。近几年行业头部不再追求规模上的盲目扩张，而是向有质量的成长转变。以物业百强为例，2018年营业收入均值达88617.51万元，同比增长19.41%。其中，头部企业增速超平均水平：TOP10，实现营业收入均值48.82亿元，同比增长31.69%；TOP11-30作为第二梯队，实现营业收入均值16.73%，同比增长26.26%。物业百强净利润均值为7221.40万元，同比增长25.95%；净利润率为8.15%，较上年同期提升0.42个百分点。值得注意的是，百强企业在净利润的表现上，相较营收规模分化更为明显。TOP10、TOP11-30，分别实现净利润均值44199.88万元、13758.77万元，增速分别为54.97%、35.39%，头部盈利增速大幅高于百强均值。

图 31： 2018 物业百强营收情况

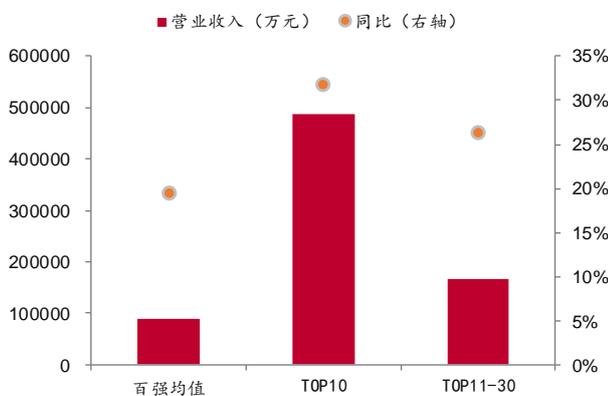
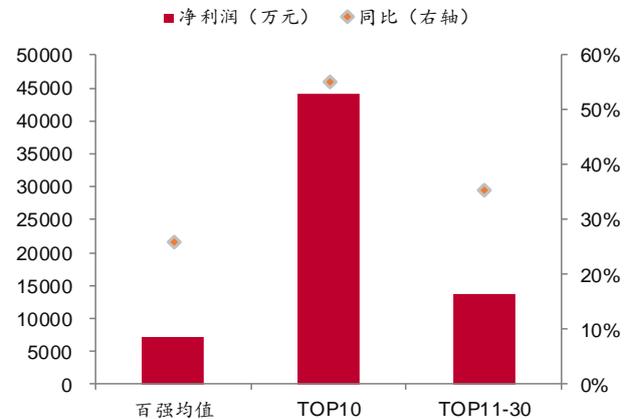


图 32： 2018 物业百强净利润水平



资料来源：2019 中国物业服务百强企业研究报告，川财证券研究所

资料来源：2019 中国物业服务百强企业研究报告，川财证券研究所

2. 维度二：品牌效应

物业管理作为房地产开发后的服务型企业，有一定的附属性，对住宅项目的售价、租赁项目的租金均具有一定的影响。因此，房地产开发商在物业管理公司的选择上存在两种情况：一、拥有自己的物业板块的开发商，会要求物业公司进行服务品质的提升，以及管理能力的加强，以便形成较好的口碑，为公司开

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

发项目实现加持效果；二、开发商自己没有相应业务板块的，在选择第三方物业公司时，品牌效应会成为影响结果的重要因素之一。我们认为，随着增量市场逐步向存量市场转化，品牌效应将成为继规模之后，新的核心竞争力之一。

表格 9. 2018 年中国物业管理企业品牌价值 10 强

排名	物业公司	关联开发商
1	万科物业服务有限公司	万科
2	深圳市金地物业管理有限公司	金地集团
3	绿城服务集团有限公司	绿城中国
4	彩生活服务集团有限公司	-
5	中海物业集团有限公司	中海地产
6	保利物业发展股份有限公司	保利地产
7	碧桂园物业服务有限公司	碧桂园
8	广东中奥物业管理有限公司	-
9	恒大金碧物业管理公司	中国恒大
10	长城物业集团股份有限公司	

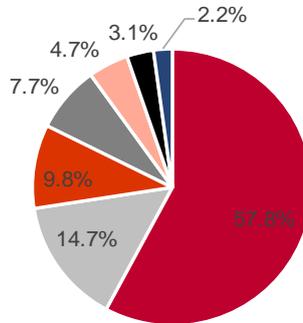
资料来源：中商情报网，川财证券研究所

3. 维度三：技术创新，降本提效

随着行业规模的提升，对从业人员的需求、专业素质水平提出了更高的要求，人力成本的增加直接导致物业公司经营成本的增加。2018 年，百强企业的经营成本均值达 67743.08 万元，同比增长 17.50%。其中，人员费用占比超五成，达 57.80%，较 2017 年增加 2 个百分点。因此，如何实现规模扩张的同时，进一步加强成本管控，成为物业公司竞争力提升的主要问题。

图 33: 2018 物业百强经营成本构成

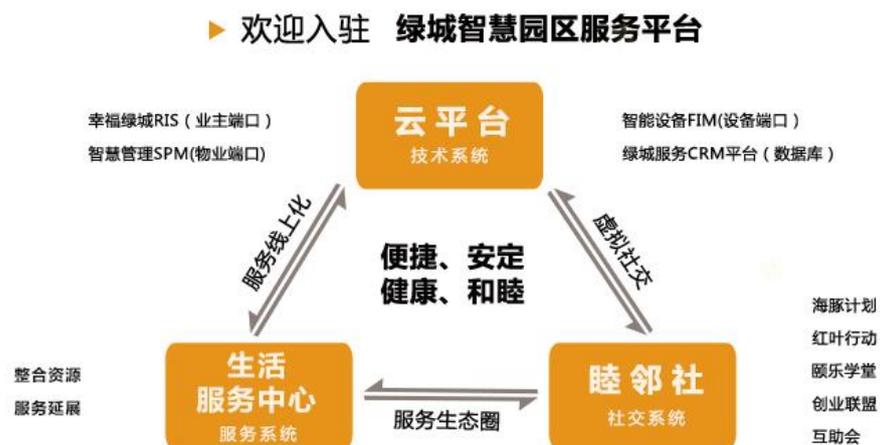
■ 人员成本 ■ 其他 ■ 公共设施运行及维护成本 ■ 保洁成本 ■ 秩序维护成本 ■ 办公成本 ■ 绿化养护成本



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

行业内头部企业纷纷尝试采取科技创新的方式实现提效降本。如: 绿城服务的“智慧园区服务体系”, 即通过构建技术系统(云平台)、服务系统(一体化服务平台)、社交系统(睦邻社)三大系统, 提升服务的便捷性。碧桂园服务已与腾讯、海康、阿里、华为等多家企业开展战略合作, 共同研发社区场景下的算法模型和智能化平台, 并在行业内率先布局「AI+」人工智能社区, 大幅降低社区管理成本, 提高管理效率, 助力提升客户满意度。

图 34: 绿城服务智慧园区服务平台



资料来源: 绿城服务官网, 川财证券研究所

图 35: 碧桂园服务社区“大脑”运行图

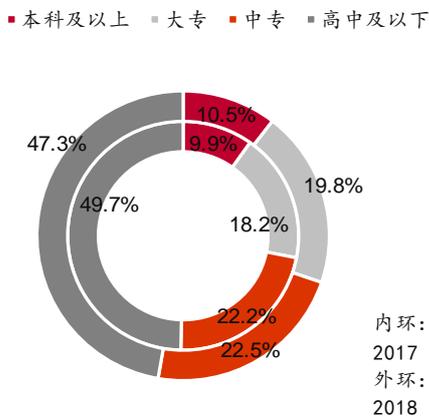


资料来源：碧桂园服务官网，川财证券研究所

4. 维度四：以人为核，共同发展

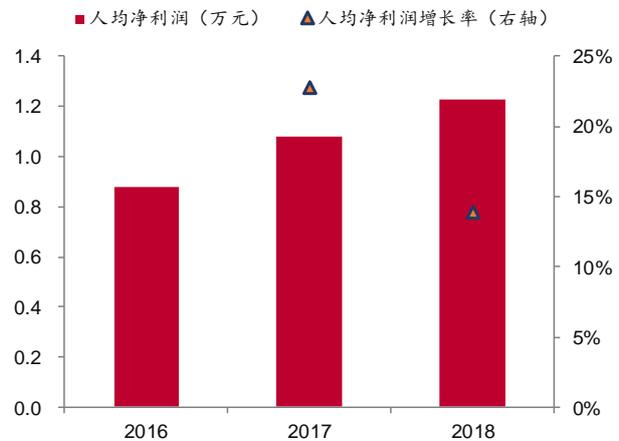
随着行业在管理规模和业务线条的双维度扩张，对于从业人员的知识水平和业务素质提出了更高的要求。为了保障业务的顺利拓展，龙头企业对高科技创新型、复合型人才的引进力度持续增加，以实现员工结构的不断优化。以物业百强为例，2018年从业人员中本科以上占比10.46%、大专学历占比19.76%、中专学历占比22.53%、其他占比47.25%。行业龙头紧随行业变化纷纷推出人才战略，如碧桂园服务推出的“火箭军计划”；中海物业积极与国内外高效组建联合研发团队；绿城服务将人才定义为服务的“芯片”，并将2018年作为提升人才战略的一年。随着人才引进，从业人员的专业能力及综合素质得到大幅提升，从而带动人均产出的持续增长，结合“科技创新”形成“1+1>2”的协同效应，可在提升服务效率的同时有效地管控成本。

图 36: 物业百强从业人员构成



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

图 37: 物业百强人均产出



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

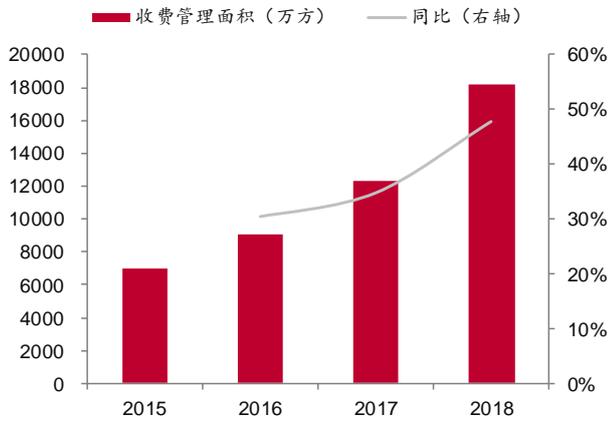
四、标的篇：顺周期扶摇而上，逆周期傲雪欺霜

1. 碧桂园服务 (06098.HK)

碧桂园服务成立于 1992 年，2005 年获得国家一级资质认证。2006 年走出广东，开始进行全国化布局。2018 年赴港上市。经过 27 年的稳健发展，公司业务涵盖住宅、商业物业、写字楼、多功能综合楼、政府及其他公共设施、产业园、高速公路服务站、公园及学校等多种业态。

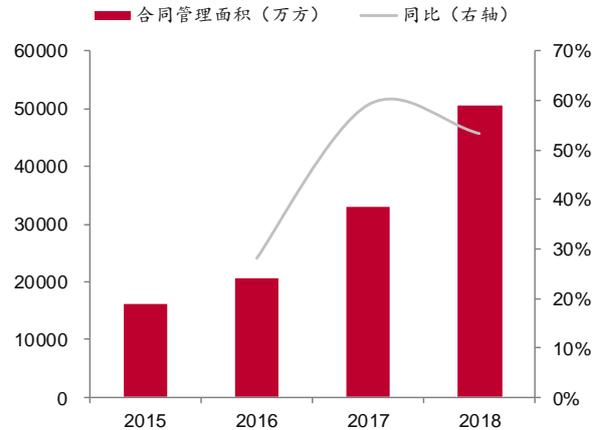
碧桂园自上而下的资源输送，保障公司规模持续增长。公司目前已覆盖 31 个省、直辖市、自治区，合计超 300 个城市，管理 1055 个项目，服务 230 万户业主。截至 2019 年 6 月 30 日，公司物业服务收费管理面积较 2018 年底增加约 3530 万方至 2.17 亿方。物业服务合同管理面积约 5.84 亿方，较 2018 年底增加 7920 万方。考虑到 2017-2018 年，开发商龙头碧桂园销量稳居行业之首，随着项目陆续进行交付，叠加碧桂园充裕的土储及快周转水平，碧桂园服务未来规模稳步提升具备确定性。

图 38: 收费管理面积及其增速



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 39: 合同管理面积及其增速



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 40: 截至 2019H1 公司合同管理面积及收费管理面积布局

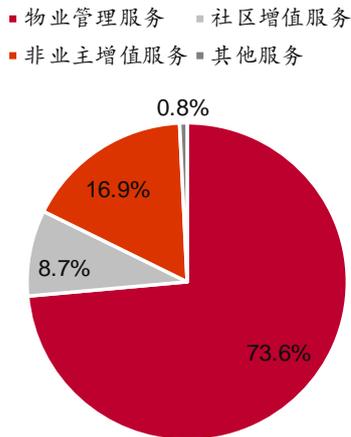


资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

巩固基础物业服务的同时，积极拓展社区增值服务。收入方面，2019 年上半年，公司实现收入约 35.16 亿元，较去年同期增加 74.4%。其中，物业管理服务收入 25.86 亿元，社区增值服务 3.07 亿元，非业主增值服务 5.96 亿元，增值服务合计占比 25.7%，较去年同期增长 3.5 个百分点。利润方面，公司 2019 年上半年实现毛利约 13.78 亿元，同比增长 75.3%；净利润约 8.26 亿元，同比增长 72.3%。整体毛利率为 39.2%。其中物业管理服务毛利率为 35.7%，提升 1.4 个百分点；社区增值服务毛利率为 62.8%，非业主增值服务毛利率为

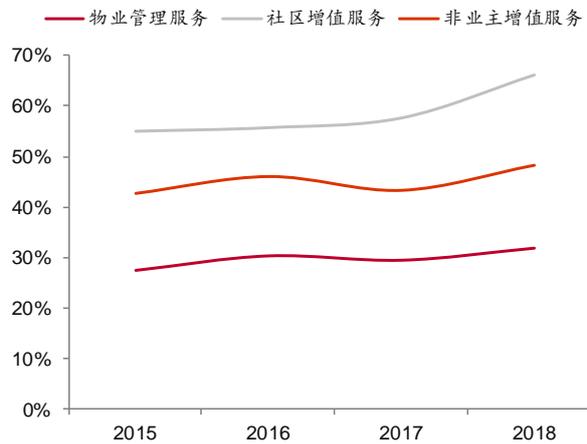
42.3%。公司以基础物业服务作为基石，积极拓展高毛利的增值服务，利润水平一直处于行业前列。

图 41： 2019H1 收入构成



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 42： 各业务毛利率水平



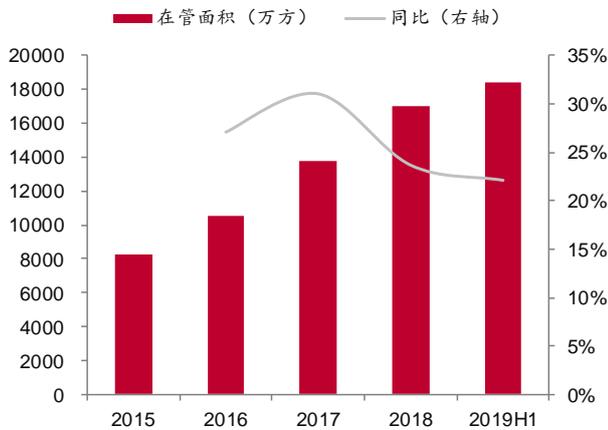
资料来源：公司公告，川财证券研究所

持续在智能物联、智慧社区领域发力，作行业科创先行者。公司先后与海康威视合作并成功推出行业内首个基于物业 AI+物联的人工智能全栈解决方案产品“AI 凤凰魔盒”；与阿里云展开深度合作，成为阿里云在物管行业唯一标杆用户；和腾讯合作研发人工智能平台以及人工智能的训练平台，可以根据社区场景做定制化的处理。公司基于社区内丰富的智能化应用场景，持续推进人工智能与物业服务的深度融合，在提升业主满意度的同时，实现整体服务的降本增效。

2. 绿城服务 (02869.HK)

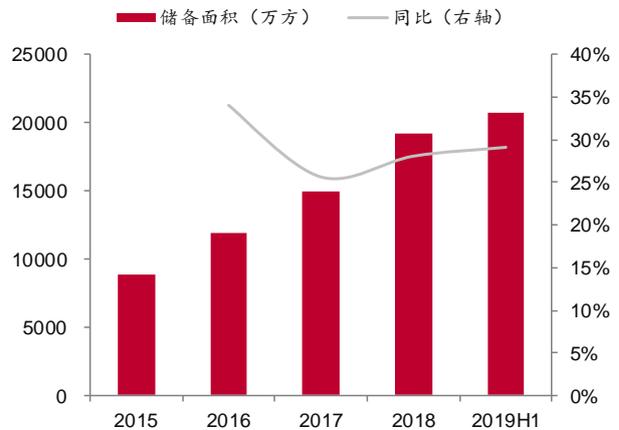
公司成立于 1998 年 10 月，经过 20 多年的发展，截至 2019 年 8 月，公司已覆盖 29 个省、直辖市和自治区，以及 137 个城市，服务的物业类型涵盖市政公建项目、城市综合体、商务写字楼、别墅、公寓、学校、足球基地和高科技产业园等，接管、咨询及代管的合同数目逾 2000 个，总合同服务面积约 3.91 亿平。公司一直秉承“真诚、善意、精致、完美”的理念服务业主，多年获得“中国物业服务百强满意度领先企业”，在行业内具备品牌优势。

图 43: 在管面积及其同比



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

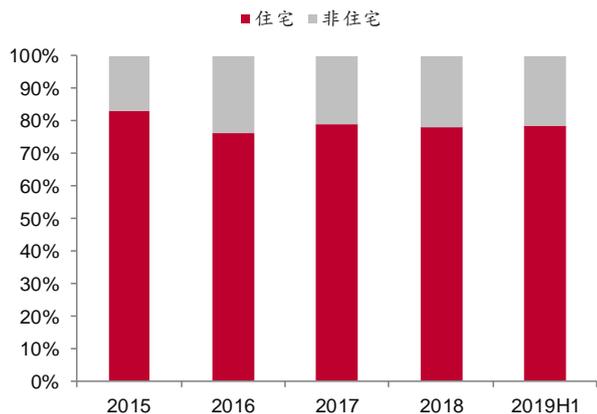
图 44: 储备面积及其同比



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

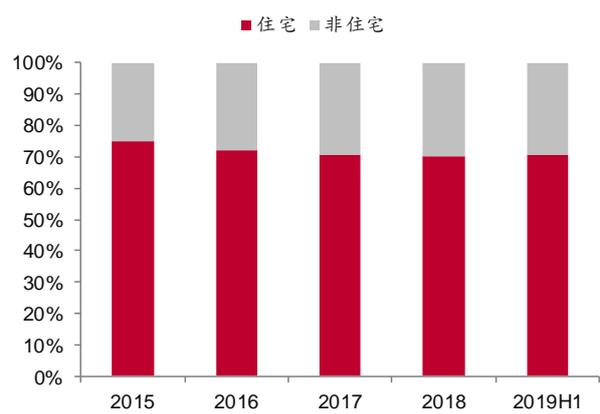
积极外拓, 管理业态更趋均衡。公司除了承接来自于绿城中国的项目以外, 凭借自身高品质的服务和良好的口碑, 近几年积极进行第三方资源拓展, 以实现规模提升的同时, 布局更趋均衡。从在管面积来看, 2019年上半年, 住宅占比78.5%, 较去年同期下降1.0个百分点, 非住宅占比21.5%; 从物业管理收入来看, 住宅占比70.9%, 非住宅占比29.1%。公司积极布局产业园、写字楼、商业综合体、城市更新等非住宅业态, 灵活应对行业发展变化。

图 45: 在管面积构成



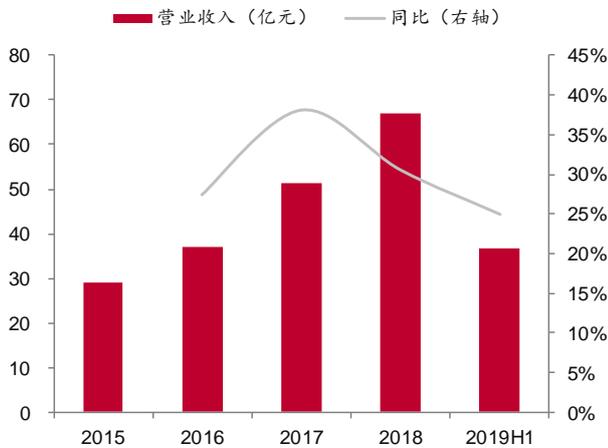
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 46: 收入构成



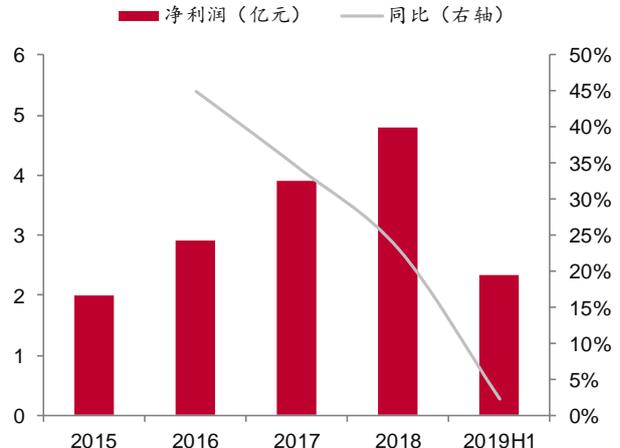
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 47: 营业收入及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 48: 净利润及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

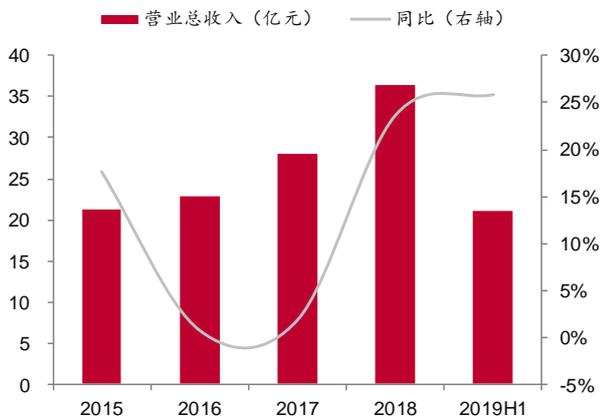
园区业务、咨询业务稳步发展，增值业务又添早教板块。当下物业管理公司为了增加收入来源，在传统物业的基础上纷纷拓展新的业务。绿城服务的增值服务主要由咨询服务和园区服务组成。咨询服务，即公司利用自己的品牌及专业优势满足房地产开发商在开发周期中的不同需求。园区服务，包括园区产品及服务、家居生活服务、园区空间服务、物业资产管理服务、文化教育服务等。2019年上半年，公司咨询服务、园区服务分别实现营业收入5.21亿元、6.90亿元，同比分别增长30.02%、34.83%，增值业务稳健发展。目前，公司通过“构建设置标准化、教育体系科学化、课程构建多元化、教育服务个性化”，持续打造绿城服务早教品牌。2019年，公司完成对澳大利亚MAG公司的收购，提升了公司在这一板块的核心竞争力。

3. 中海物业 (02669.HK)

1986年12月，中海物业在香港正式注册成立。1991年进入内地市场，成立中海物业深圳公司。1995年，进入广州、上海。1996-2006年，公司进入规模化扩张期，期间成功推出“中海·深蓝”高端物业管理品牌。2006年成功跨出国门，实现了国内物业管理国际化输出。2010年成立高档商业物业管理公司。2015年成功在香港联交所主板上市，股票代码02669.HK。2018年被纳入恒生港股通指数系列。公司2018年实现营业总收入36.4亿元，同比增长23.6%；实现净利润3.5亿元，同比增长31.1%。

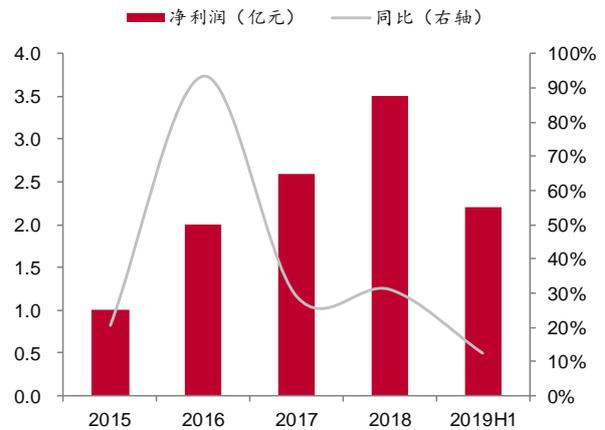
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 49: 营业收入及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 50: 净利润及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

央企背景，市政物业拓展突出。中海物业集团有限公司隶属于中国建筑集团有限公司旗下的中国海外集团。中国海外集团 2018 年实现合约销售金额港币 3012.4 亿元，对应销售面积 1593 万方，位居克而瑞销售排行榜第 8 位。作为中国海外集团旗下唯一的物业管理公司，中海物业将持续受益于控股股东带来的项目资源。在业务布局上，公司依托央企背景，除住宅物业、商业物业以外，积极布局市政物业。2018 年，公司透过加强对商业及政府项目的拓展，新增管理面积 230 万方，包括北京雄安发展新区首个启动项目——雄安市民服务中心，深圳当代艺术馆与城市规划馆；同时，公司在港珠澳地区进一步取得多项大型及地标性的设施管理合约，包括珠港澳大桥口岸、西九龙高铁站等知名地标项目。

图 51: 市政物业——深圳音乐厅



资料来源: 中海物业官网, 川财证券研究所

图 52: 市政物业——香港海关总部大楼

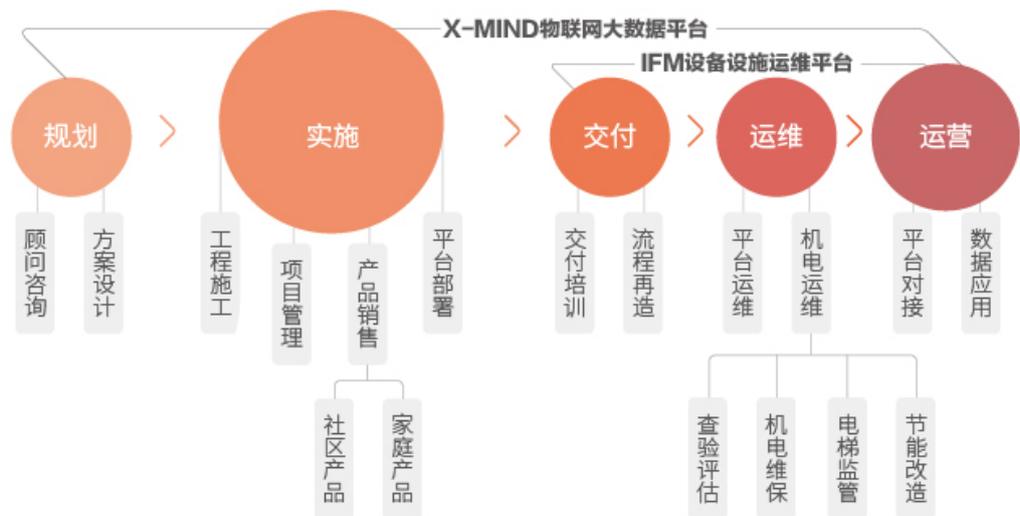


资料来源: 中海物业官网, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

积极探索新业态增值服务，基于物联网、互联网的“兴海物联”、“优你互联”形成公司新的核心竞争力。“兴海物联”是公司基于物联网的智慧园区运行平台。根据房地产、物业等客户需求，结合项目实际情况，按照客户属性定制智慧社区建设整体解决方案，以“物联网平台+设计”为核心，提升社区品牌价值。“优你互联”则是依托中海物业丰富的社区资源、客户资源，基于互联网的社区资产及服务运营平台。包括社区资产运营、客户资产运营、生活服务运营、“优+”互联网生态圈等。公司结合自身具备的资源及产品创新优势，非住宅业态及增值服务实现了快速增长。2019年上半年，公司增值服务毛利率为33.9%，其中非住户增值服务为25.0%，住户增值服务毛利率为53.2%。增值服务整体毛利达港币1.55亿元，同比增加26.6%。

图 53：“兴海物联”全价值链服务



资料来源：中海物业官网，川财证券研究所

图 54: “优你互联生态圈”

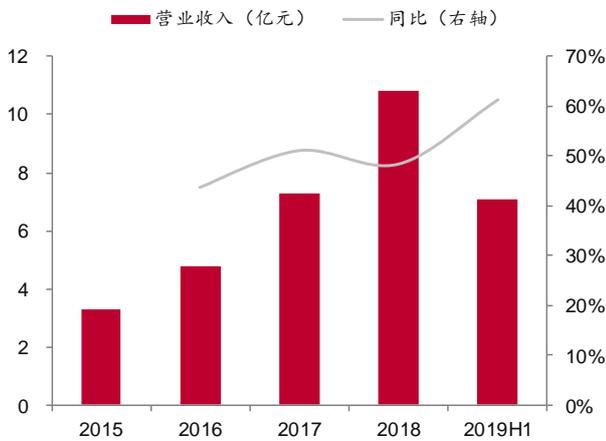


资料来源：中海物业官网，川财证券研究所

4. 永升生活服务 (01995.HK)

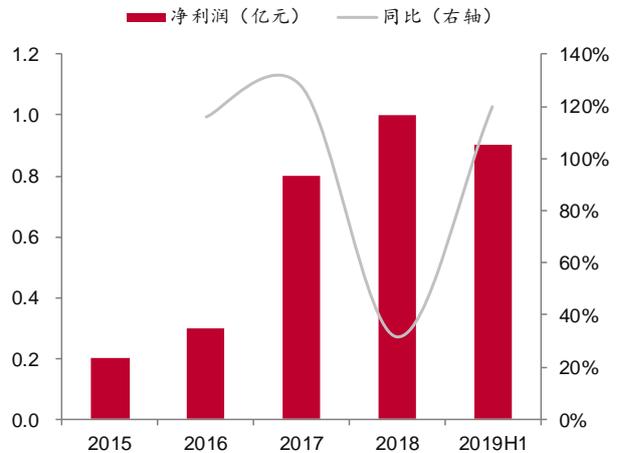
上海永升物业管理有限公司，成立于2002年，2003年起开始为旭辉集团在北京开发的项目提供物业管理服务。2012年获得“一级资质物业服务企业”称号。2013年开始进行拓展，业务内容上开始提供社区增值服务，业务资源上开始管理由第三方物业开发商的项目。2018年成功于香港联合交易所主板上市，位列中物协发布的中国物业服务百强企业综合实力排名第19位，在管总建筑面积超3000万方。2019年，战略定位转型，公司简称由“永升物业”更新为“永升服务”，正式发布高端品牌“铂悦管家”。

图 55: 营业收入及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

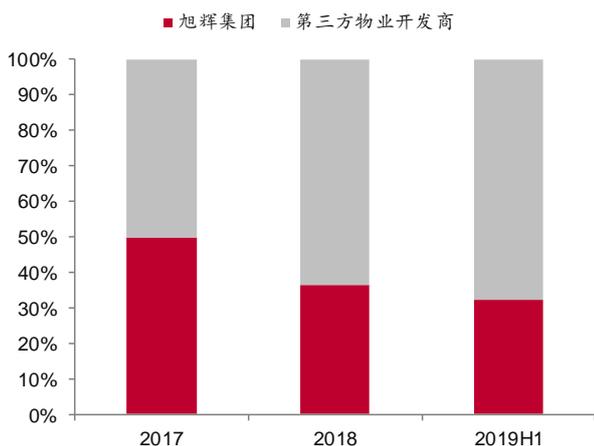
图 56: 净利润及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

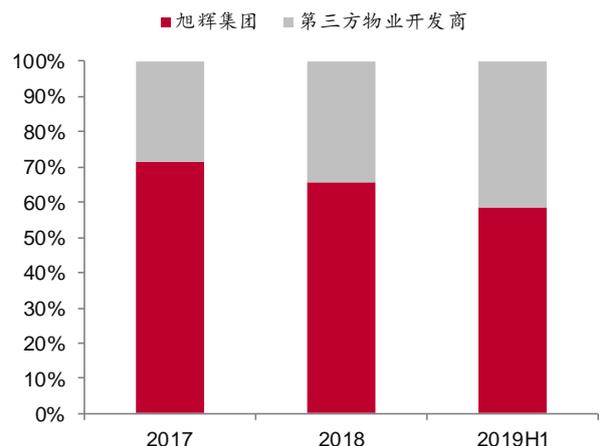
内部继承集团项目、外部拓展第三方资源,实现“内外兼修”。2019年中期末,公司合约项目数量达459个。实现签约面积8620万方,在管面积达4900万方,较2018年末分别增长31.4%和21.8%,管理规模稳步提升。截至2019年中期末,公司在管建面67.5%来自于第三方物管开发商,较2018年末提升3.9个百分点,彰显公司在第三方拓展方面的能力处于行业前列。

图 57: 在管建面构成



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 58: 收入构成



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

走出住宅业态,商办物管品牌渐成。公司在提升住宅业态物管品质的同时,积极向非住宅业态进行拓展。目前,公司针对住宅业态拥有“37°社区”、“铂悦管

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

家”；针对商业办公类物业管理服务推出的专业化服务品牌“悦泽商办”；针对机关客户推出的“悦泽公众”。公司在业态成功拓展的同时，增值服务也取得了长足发展，推出旭惠美家、旭惠团、邻聚游、租售中心。2019年上半年，公司社区增值服务实现营收1.41亿元。其中，家居生活服务和物业经济服务作为社区增值的主要贡献部分，合计占比达77.5%。未来公司在多业态及增值服务两个维度上同步进行拓展，整体价值提升可期。

图 59：永升智慧物业



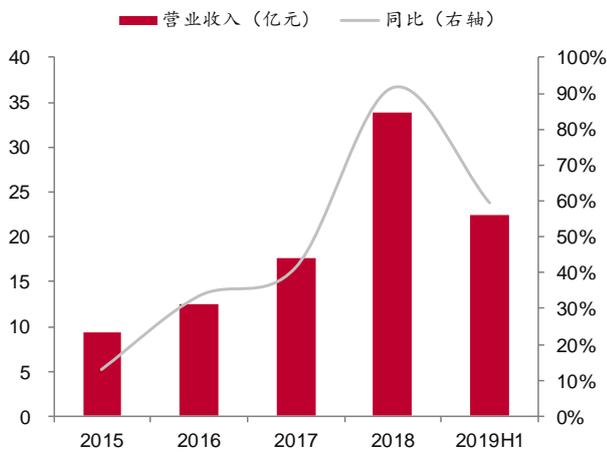
资料来源：永升生活服务公众号，川财证券研究所

5. 雅生活 (03319.HK)

雅居乐物业管理服务公司成立于1997年，成立之初为中山市开发的房地产项目提供物业管理服务。2001年，成为国家首批一级资质认证的物管企业。2005-2014年，公司进入扩张期，业务版图先后拓展至西安、成都、南京。雅生活服务于2018年成功在香港联交所上市。2019年获得中国物业服务企业综合实力TOP7。

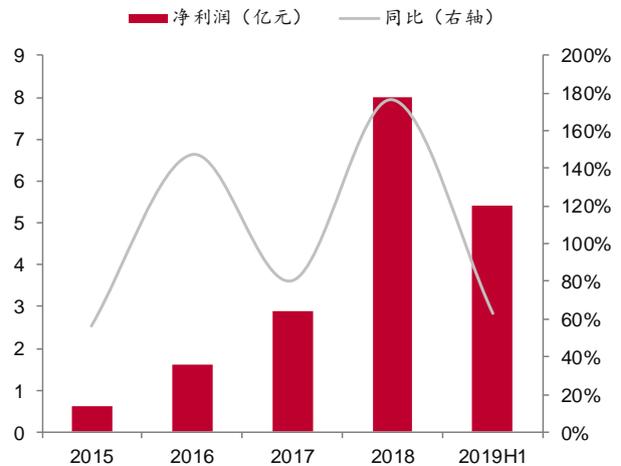
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 60: 营业收入及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

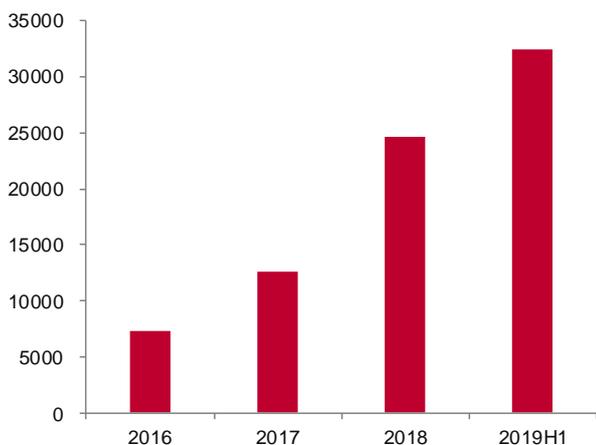
图 61: 净利润及其同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

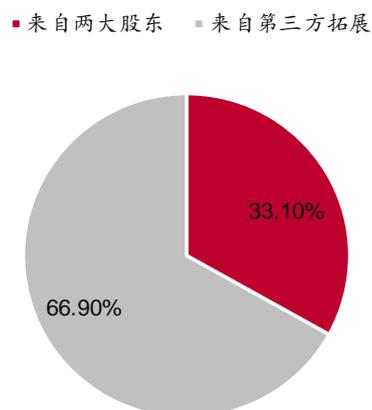
强强联合，实现规模快速增长。截至 2019 年中期末，公司在管面积及合约面积分别为 2.11 亿方、3.25 亿方。其中，来自雅居乐集团和绿地控股的合约面积分别累计达 7320 万方、3410 万方，较 2018 年末分别增长 4.0%、55.0%。来自两大股东项目面积占比为 33.1%，来自第三方项目的合约面积累计达 2.17 亿方，较 2018 年末增长 58.1%，占比高达 66.9%。考虑到，两大股东的强强联合，保障公司在管规模实现内生性增长；另一方面，公司第三方拓展能力处于行业前列，未来公司管理规模有望持续高增。

图 62: 公司合约面积 (万方)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 63: 公司在管面积来源构成 (2019H1)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

多元化业务布局，丰富收入来源渠道。公司在经营物业服务公司的同时，积极探索多元化发展路径，目前已形成以物业服务公司为主，积极发展公共服务、社区商业及资产管理的组织架构。截至 2019 年 1 月 1 日，资产管理公司在管九个商写项目及三个案场，含武汉绿地国际金融城在内的多个超高层，建筑面积 204.43 万方。社区商业主要由雅天科技、雅韬广告、雅卓营销、雅信咨询和乐享荟组成。2018 年，社区增值服务毛利率达 50.9%，带动整体毛利率提升至 38.2%，较 2017 年整体提升 4.7 个百分点。

图 64： 公司组织架构图



资料来源：雅生活官网，川财证券研究所

风险提示

商品房竣工不达预期。虽然销售作为物管行业管理规模的前端指标，但由销售转为收费管理面积需要确认竣工交付。如果房地产开发行业竣工不达预期，会带来物管行业管理规模增速不达预期的风险。

人力成本提升带来利润水平的压缩。目前物业管理行业的成本构成中，人力成本依然是其重要组成部分。若人力成本持续攀升，对行业的利润水平将会产生一定的压缩风险。

多元化业务拓展失败带来的风险。目前行业龙头纷纷进行增值业务的拓展，存在多元化业务拓展失败的风险。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004