

物管行业深度报告

万亿蓝海，穿越周期，“Scale + Brand + Business Model” 吹响行业三重奏

增持（维持）

2019年11月17日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

投资要点

- 行业格局：万亿蓝海，高度分散，整合空间广大。**（1）物管行业空间广大，估算物管行业每年收入空间超过 9000 亿元，加上增值服务，物管行业规模体量将超万亿规模。（2）行业仍处于高度分散阶段。行业龙头万科物业收入体量行业位列第一，但目前市占率仅 1%，TOP 5 总市占率仅 3% 左右。（3）进入门槛低，但做大壁垒高，马太效应强。未来行业集中度将会持续攀升，主要源于上游房地产行业集中度仍在持续攀升、龙头物管公司上市后融资渠道更充沛，外拓能力更强。
- 行业优势：轻资产、永续现金流、潜力广大、政策不敏感。**（1）轻资产行业，ROE 水平可观，行业无需沉淀大量资金进行固定资产投资。（2）现金流状况好，不依赖融资，行业收缴率维持在 94% 左右，且有部分小区有物管费预缴情况出现。（3）存量市场潜力广大，我们估算仅住宅物业管理市场存量就超过 320 亿平米，此外还有大量公建商业类存量，市场潜力广大；（4）物管行业对房地产调控政策不敏感，具备消费属性。
- 物管公司净利润提升主要依赖于开源节流，规模提升是王道。**收入端主要依赖于管理面积、单价的提升、物管服务类型拓展，面积扩张是最核心要素。成本端优化依赖于智能化水平、外包比例的提升，目前看成本相对刚性。人员成本仍是物管公司营业成本中的主要组成部分，相对刚性。当前行业以量取胜仍是增长的核心动力。
- 行业发展三重奏，我们提出 SBBM 模型，“Scale + Brand + Business Model”。**（1）短期看规模成长：面积端扩容。当前物管公司的成长性可通过两个指标来衡量：合同管理面积/在管面积、母公司支持力度（管理项目面积支持）。（2）中期看品牌力提升。高品质物管公司具备业主满意度高、合同续约率高、收缴率高、新项目中签率高的优势，物业的品牌价值将会逐渐体现；同时可以在优质区位提前卡位，城市能级较高的小区业主具备更强的付费能力、更高的付费意识，且对新鲜事物的接受度更高，在后续增值服务开展上难度较小，这部分业主是最为优质的 C 端资源。（3）长期看商业模式：能否顺利嫁接业务增值服务，体现渠道价值。我们相信，伴随规模扩张和品牌塑造，未来优秀的物管公司对住宅小区这一物理空间控制力较强，潜在可嫁接的增值服务的空间广大，能够成为各类信息和服务向 C 端输出的重要渠道。
- 投资建议：**物业管理行业市场空间广大、格局高度分散，进入门槛低但做大壁垒强，未来强者恒强趋势确定性高。板块具备轻资产特性，ROE 水平可观，现金流状况较好，存量市场不受调控政策扰动，是地产后周期优质子版块。我们认为物业板块短期看规模成长、中期看品牌力提升、长期看商业模式。建议关注绿城服务、碧桂园服务、中航善达、永升生活服务、蓝光嘉宝服务。
- 风险提示：**宏观经济不景气，居民支付能力下降；成本刚性，毛利持续压缩；行业限价政策影响盈利情况。

行业走势



相关研究

- 《房地产行业 行业点评：行业热度延续，开工竣工均加速》
2019-11-15
- 《房地产行业 2019 年三季度报综述：2019Q3 综述：结算不均导致业绩增速回落，土地市场逐渐降温》
2019-11-03
- 《房地产行业 行业点评：投资开工一千磨万击还坚劲，竣工数据一千呼万唤始出来》
2019-10-20

内容目录

1. 行业格局：万亿蓝海，高度分散，整合空间广大	4
1.1. 万亿蓝海，市场广阔	4
1.2. 行业高度分散，增长空间大	5
1.3. 进入门槛低，但做大壁垒高，马太效应更强	5
2. 行业优势：轻资产、永续现金流、穿越周期新领域	7
2.1. 轻资产行业，ROE 水平可观	7
2.2. 现金流状况好，不依赖融资	8
2.3. 存量市场，穿越周期，不受政策周期扰动	8
3. 收入以量取胜，成本相对刚性	10
3.1. 收入端以量取胜	11
3.2. 成本端相对刚性，外包趋势明显	12
4. 行业发展三重奏：Scale + Brand + Business Model	14
4.1. 短期看成长：面积端扩容	14
4.2. 中期看品牌力：渠道卡位，消费者粘性优势	16
4.3. 长期看商业模式：能否顺利嫁接业务增值服务，体现渠道价值。	19
4.3.1. 模式成功转化核心要素	19
4.3.2. 对住宅小区物理空间的控制力较强，成为面向 C 端的渠道	19
5. 投资建议	21
6. 风险提示	21

图表目录

图 1: 物管行业市场格局	6
图 2: 物管公司业主增值服务主要服务内容: 以绿城服务为例	7
图 3: 百强物管企业收缴率	8
图 4: 全国商品房销售面积及增速	9
图 5: 全国房屋竣工面积及增速	9
图 6: 物管公司净利润提升路径	10
图 7: 物管行业百强企业营业成本均值 (万元)	13
图 8: 物管行业百强企业各业务外包情况	13
图 9: 主流物管公司 2019H1 合约面积及在管面积情况 (百万平方米)	15
图 10: 2019H1 物管公司管理面积中市场拓展及兄弟开发公司占比	16
图 11: 2019H1 物管公司传统物管收入中市场拓展及兄弟开发公司占比	16
图 12: 部分品牌企业标准化建设情况	18
图 13: 物管质量评价主要因素	19
图 14: 业主增值服务业务种类众多: 以绿城服务为例	20
表 1: 物管费行业空间测算 (亿元)	4
表 2: 主流物管公司市值及营收、净利润情况 (亿元)	5
表 3: 主要物管公司流动资产占总资产比例	7
表 4: 绿城服务量、价对物管收入的贡献度分析	10
表 5: 2018 物管行业 TOP15 企业兄弟开发公司情况	11
表 6: 2018 年百强企业部分收并购案例	12
表 7: 主流物管公司合同管理面积 (百万平方米)	14
表 8: 主流物管公司在管面积 (百万平方米)	14
表 9: 中国指数研究院关于品牌强度指标的解释	17
表 10: 2019 年物业服务平台优秀品牌	17
表 11: 2019 中国物业服务市场化运营领先品牌企业	18

1. 行业格局：万亿蓝海，高度分散，整合空间广大

1.1. 万亿蓝海，市场广阔

物管行业空间广大。2018 年中国总人口达 13.95 亿人，城镇化率 59.15%，城镇人均住房 39.0 平方米（建筑面积口径），由此测算出我国住宅存量市场达 321.90 亿平米。基于以下假设：

- 1) 根据中指院公布的《2019 中国物业服务百强企业研究报告》，百强物管企业住宅物业、全类型平均物管费分别达到 2.31 元/平米/月、4.25 元/平米/月，考虑到百强物管企业在管项目存在一定区域布局优势及品牌溢价，因此我们保守估计全国住宅物业、非住宅物业物管费分别为 2 元/平米/月、4 元/平米/月；
- 2) 2000-2018 年商品房销售面积累计值中，住宅和非住宅占比分别为 88%：12%，假定存量市场二者维持此比例；

我们测算出住宅、非住宅领域物管费规模分别为 7726 亿元、2107 亿元，合计物管费行业空间达 9833 亿元。同时，主流物管公司近年来增值服务收入占比均在逐步提升，截至 2019 年上半年，碧桂园服务（增值服务收入占比 26%）、绿城服务（33%）、中海物业（19%）、永升生活服务（38%）、新城悦服务（55%）、蓝光嘉宝服务（41%）等公司增值服务发展速度均较快。我们预计行业基础物业费加上增值服务收入后，物管行业规模体量将超万亿。

表 1：物管费行业空间测算（亿元）

总人口（亿）:2018	13.95
城市化率:2018	59.15%
城市人均住宅建筑面积（平米/人）:2018	39.00
住宅存量市场（亿平米）	321.90
物管费：住宅（元/平米/月）	2
物管费规模：住宅（亿元）	7726
住宅：非住宅	88%：12%
物管费：非住宅（元/平米/月）	4
物管费规模：住宅（亿元）	2107
物管费行业空间（亿元）	9833

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

1.2. 行业高度分散，增长空间大

行业仍处于高度分散阶段。目前行业内，龙头公司万科物业收入体量行业第一，2018 年收入总规模达 98 亿元，若按行业规模 10000 亿元测算，万科物业收入占比约 1%，行业收入体量前五的公司有万科物业（98 亿元）、绿城服务（67 亿元）、中航善达（64 亿元）、碧桂园服务（47 亿元）、保利物业（42 亿元），TOP 5 市场集中度仅为 3% 左右。同时我们认为尽管物管公司行业进入门槛低，但规模提升有一定壁垒，优质物管公司在资源、能力上更甚一筹，马太效应较为明显。

表 2：主流物管公司市值及营收、净利润情况（亿元人民币）

公司代码	公司名称	上市时间	市值(亿元)	18 年营业收入(亿元)	18 年净利润(亿元)	毛利率	净利率
3662.HK	奥园健康	2019-03-18	40.11	6.20	0.78	34%	13%
3316.HK	滨江服务	2019-03-15	17.57	5.10	0.70	26%	14%
1995.HK	永升生活服务	2018-12-17	66.42	10.77	1.01	29%	9%
2168.HK	佳兆业物业	2018-12-06	26.50	8.96	0.54	31%	6%
1755.HK	新城悦服务	2018-11-06	78.35	11.50	1.50	29%	14%
6098.HK	碧桂园服务	2018-06-19	641.80	46.77	9.23	38%	20%
3319.HK	雅生活服务	2018-02-09	303.73	33.79	8.01	38%	24%
603506.SH	南都物业	2018-02-01	27.74	10.53	0.92	22%	9%
1417.HK	浦江中国	2017-12-11	7.65	3.93	0.25	17%	7%
3686.HK	祈福生活服务	2016-11-08	5.27	3.42	0.73	49%	21%
2869.HK	绿城服务	2016-07-12	216.71	67.15	4.83	18%	7%
1538.HK	中奥到家	2015-11-25	4.83	10.30	0.96	28%	10%
2669.HK	中海物业	2015-10-23	144.45	36.40	3.52	20%	10%
1778.HK	彩生活	2014-06-30	56.67	36.14	4.85	35%	14%
000043.SZ	中航善达	1994-09-28	148.27	64.16	8.57	17%	13%
2606.HK	蓝光嘉宝服务	2019-10-18	83.29	14.66	2.89	33%	20%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所（截至 2019 年 11 月 17 日）

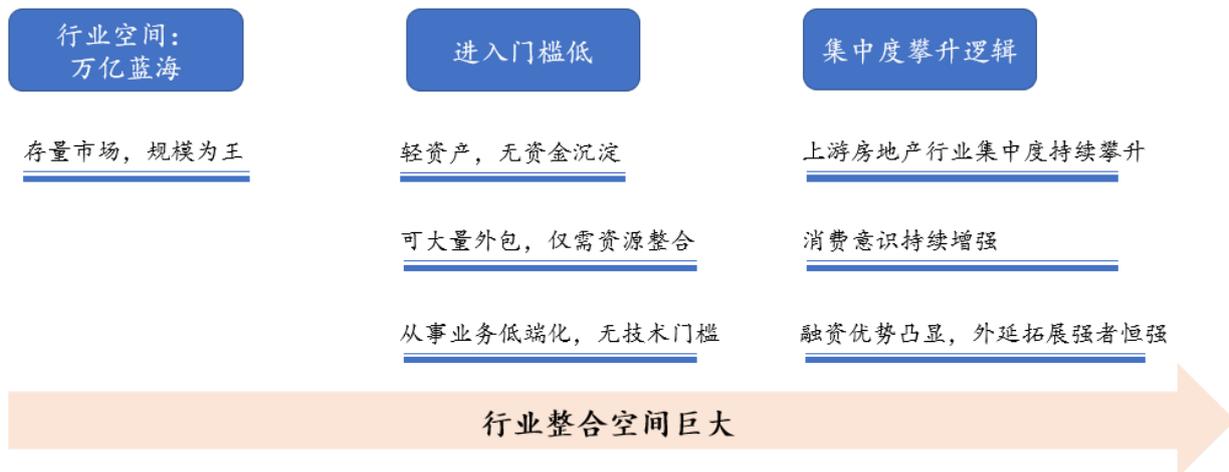
1.3. 进入门槛低，但做大壁垒高，马太效应更强

物管行业进入门槛较低。物管公司轻资产运营，清洁、安保、绿化、设备维修等基础工作均可以通过外包，公司本身不需要掌握过多的管理经验、技术要求。根据中国物业管理协会发布的《2018 年全国物业管理行业发展报告》，2017 年全国的物业服务企业共计 11.8 万家，物管公司数量众多，但从行业格局高度分散可看出，行业门槛低的同时

做大规模的壁垒较高。但我们认为，未来行业集中度将会持续攀升，主要源于：

- 1) **上游房地产行业集中度仍在持续攀升**，龙头公司一般都要求由自己的物管公司进行项目管理，同时龙头房企有更强的管控权，一般而言，龙头公司后续物管项目面积占全口径面积的比例会高于销售项目的权益比例。
- 2) 居民对物业的品质和品牌越来越看重。随着人均可支配收入的提升，业主消费能力持续提升，人们追求美好生活的方向是不会改变的。
- 3) 龙头物管公司上市后融资渠道更充沛，具备更强的资金实力去并购其他中小物管公司，同时，招投标存在明显优势。

图 1：物管行业市场格局



数据来源：东吴证券研究所整理

2. 行业优势：轻资产、永续现金流、穿越周期新领域

2.1. 轻资产行业，ROE 水平可观

物管行业属于轻资产行业，物管公司固定资产较少，主要也是一些保洁工具、摄像设备、水电设备及一些智能化器械，整体来看，物业行业需要进行的资本开支较少。从资产负债表来看，流动资产占总资产比例较高，中海物业、新城悦服务、佳兆业美好、奥园健康的流动资产占比均超过了 90%，物管行业无需沉淀大量资金进行资本开支。

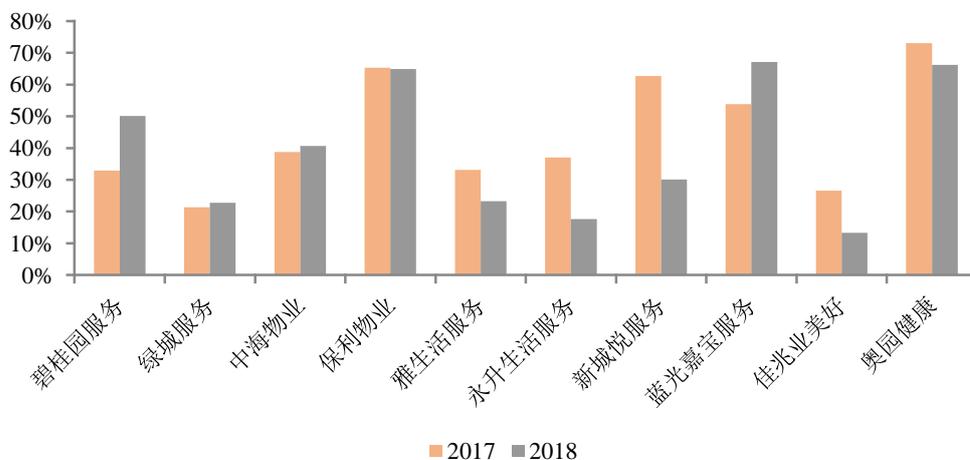
表 3：主要物管公司流动资产占总资产比例

	2015	2016	2017	2018	2019H1
碧桂园服务	97%	97%	97%	85%	87%
绿城服务	84%	86%	71%	72%	68%
中海物业	95%	96%	92%	92%	91%
保利物业		93%	95%	90%	
雅生活服务	47%	62%	56%	82%	74%
永升生活服务	86%	85%	88%	93%	81%
新城悦服务	94%	92%	93%	96%	96%
蓝光嘉宝服务	95%	78%	76%	72%	72%
佳兆业美好	97%	99%	98%	98%	90%
奥园健康	97%	96%	97%	94%	96%

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

轻资产行业使得物管行业 ROE 维持在较高水平。保利物业、蓝光嘉宝、奥园健康、碧桂园服务等公司均保持在 50% 以上的 ROE 水平。

图 2：物管公司业主增值服务主要内容：以绿城服务为例



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

2.2. 现金流状况好，不依赖融资

从行业收缴情况看，尽管存在拖欠物业费情况，但行业龙头公司收缴率均值始终维持在 94% 左右，且有部分小区有物管费预缴情况出现，物管公司现金流状况良好。

同时，物管公司投资领域较为有限，主要系物管业务进行收并购、增值服务业务进行多元业务探索，此外，公司其他领域现金支出较少。而物管公司通过自身业务开发就可以收到源源不断的现金收入，无需依靠外界融资就可以持续保持稳定发展。近年来物管公司在持续开疆扩土、加大外延式拓展的背景下纷纷上市，增加融资渠道，但从行业属性看，物管公司内生性发展就能获得较为可观的增长。

图 3：百强物管企业收缴率

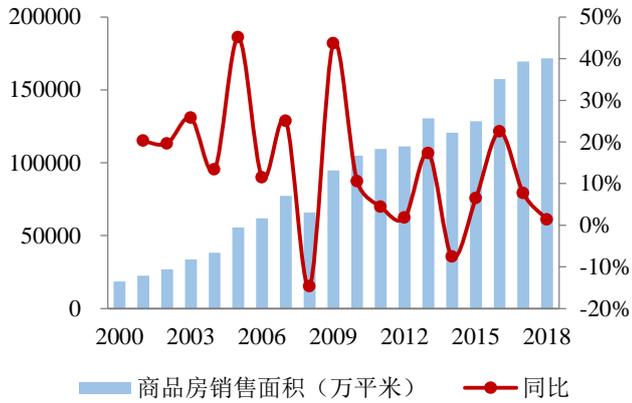


数据来源：中国指数研究院，东吴证券研究所

2.3. 存量市场，穿越周期，不受政策周期扰动

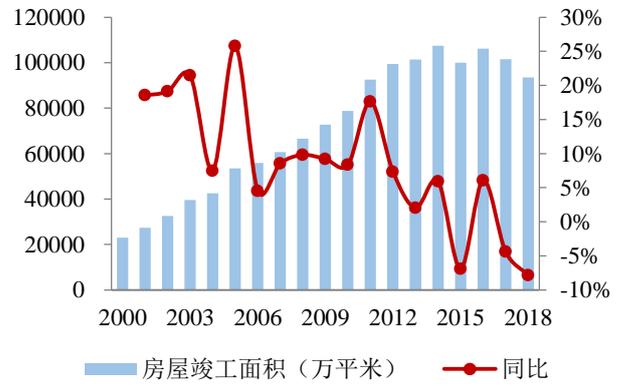
物管行业是存量主导的行业，根据上文测算，我国住宅存量住宅规模超 300 亿平米，当期新增市场体量相对较少。从增量空间看，2018 年我国商品房销售面积近 17 亿平米，竣工面积 9.3 亿平米；当期竣工面积仅占据存量市场的 3.08%。即使在周期下行、景气度不足的背景下，新房市场的扰动对全国存量市场的影响很少。当前房地产市场调控政策处于高频触发阶段，一城一策持续推进，调控次数、力度和手段均处于行业峰值，物管行业的存量市场概念使得行业大幅削减了宏观政策调控带来的影响。

图 4：全国商品房销售面积及增速



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 5：全国房屋竣工面积及增速

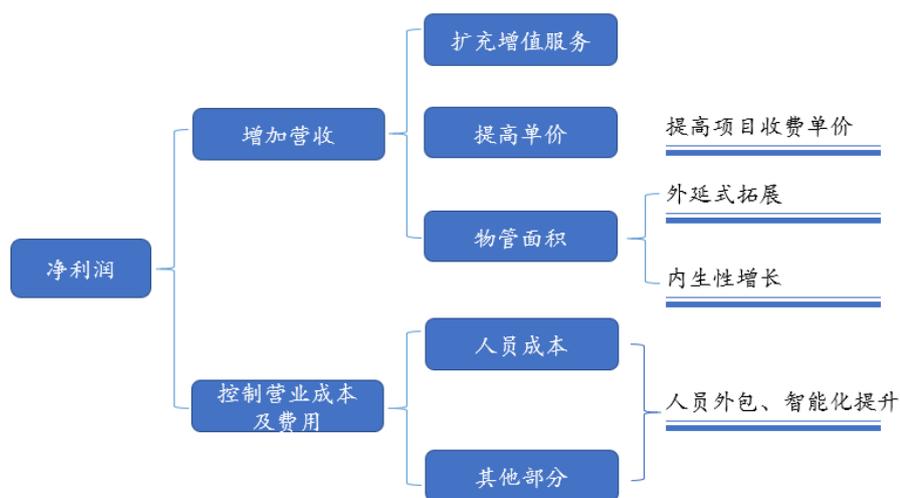


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3. 收入以量取胜，成本相对刚性

收入端主要依赖于管理面积、单价的提升、物管服务类型拓展，面积扩张是其中最核心要素。成本端优化依赖于智能化水平、外包比例的提升，目前看成本相对刚性。人员成本仍是物管公司营业成本中的主要组成部分，相对刚性。当前行业以量取胜仍是增长的核心动力。

图 6：物管公司净利润提升路径



数据来源：东吴证券研究所整理

表 4：绿城服务量、价对物管收入的贡献度分析

	2014	2015	2016	2017	2018
物业服务收入（百万元）	1624	2091	2620	3560	4461
在管面积（百万平米）	66	83	105	138	170
平均物管费（元/平米/月）	2.94	3.06	3.08	3.11	3.15
收缴率	95.9%	96.6%	97.4%	98.6%	98.7%
收费面积（百万平米）	51.05	62.71	77.42	102.91	127.19
收费/在管比例		84%	82%	85%	83%
物业服务收入：同比		29%	25%	36%	25%
物管费：同比		4%	1%	1%	1%
收费面积：同比		23%	23%	33%	24%
物管费：对收入贡献度		15%	3%	3%	5%
收费面积：对收入贡献度		85%	97%	97%	95%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1. 收入端以量取胜

实操层面看，依赖于单价的提升路径较为艰难，更多还是依赖管理规模扩张。

新房市场可以定很高的物业费，但对存量老项目涨价不易。对于新房市场而言，开发商在引入物管公司时，由于物管费占房屋总价比重较低，业主购房时对物业费不敏感。业务不会因为物管费水平高低影响购房决策，新房物业费可以定在比较高的水平。但从存量市场看，对于大量的存量市场而言，存量房的物管费提升着实不易，按照物业管理条例第 11 条和第 12 条规定，物业费调整需经过总户数及占有物业项目总面积半数以上（即双过半）的业主同意。以草根调研的结果看，部分小区物管费提价需要更高的业主同意比例方可提价，存量老项目涨价不易。

当前物管公司收入端的提升更多仍是依赖于面积上的飞速拓展。物管公司主要依靠外拓（项目招投标、收并购、战略伙伴获取）和内生（母公司给予），目前市场较为重视的是项目招投标、战略伙伴获取、母公司给予这三方面能力。

（1）内生增长主要是指那些具备开发商母公司的物管公司，供公司在开发项目时即可与物管公司签订合同，项目交付后合同管理面积即可转化为在管面积，产生实际的物管服务收入。根据中国指数研究院报告，2018 年百强物管企业中具备开发背景的企业数量占比达 76%，这些企业中约 50% 面积来自兄弟开发公司。而在 TOP15 物管公司中，累计 25 家公司中有 24 家存在地产开发背景。

表 5：2018 物管行业 TOP15 企业兄弟开发公司情况

排名	单位名称	兄弟公司	排名	单位名称	兄弟公司
1	万科物业发展股份有限公司	万科	12	北京首开鸿城实业有限公司	首开股份
2	绿城物业服务集团有限公司	绿城中国	12	幸福基业物业服务服务有限公司	华夏幸福
3	碧桂园服务控股有限公司	碧桂园	12	佳兆业物业管理（深圳）公司	佳兆业集团
4	保利物业发展股份有限公司	保利发展	13	新城悦控股有限公司	新城控股
5	长城物业集团股份有限公司	中洲控股	13	河南建业新生活服务有限公司	建业地产
6	恒大金碧物业（金碧物业有限公司）	中国恒大	13	广州市时代物业管理有限公司	时代中国控股
7	雅居乐雅生活服务股份有限公司	雅居乐、绿地	14	万象美物业管理有限公司	万达
8	深圳市金地物业管理有限公司	金地集团	14	山东省诚信行物业管理有限公司	-
9	龙湖物业服务集团有限公司	龙龙湖集团	14	上海永升物业管理有限公司	永升生活服务
10	金科物业服务集团有限公司	金科股份	15	鲁能物业服务服务有限公司	鲁能集团
11	华润物业科技服务有限公司	华润置地	15	广东康景物业服务服务有限公司	合生创展集团
11	中海物业集团有限公司	中海外	15	广州奥园物业服务服务有限公司	中国奥园
11	四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司	蓝光发展			

数据来源：中国指数研究院，东吴证券研究所

(2) 物管公司市场化拓展力度持续加强。长城物业、南都物业均是完全市场化的百强企业，绿城服务、雅生活服务的储备面积大多来自于市场化拓展；同时收并购也是百强企业外延式拓展的重要方式之一。2018年雅生活服务陆续收购南京紫竹物业、兰州城关物业等多家企业，总收购面积近1亿平方米。此外，部分企业及时抓住国家政策带来的机遇，探寻并购新方向。2018年，碧桂园服务与洲际海峡能源投资（北京）成立合资公司，认购合资公司80%的股权，全面承接中石油“三供一业”改革的物管服务，进一步充实公司合约管理面积。

表 6：2018 年百强企业部分收并购案例

企业简称	被收购企业名称	收购业务领域	交易总价值 (万元)	管理面积 (万平米)	收购股权比例
雅生活服务	南京紫竹物业管理股份有限公司	物业管理	20481	2426	51%
	兰州城关物业服务集团有限公司	物业管理	14790	2490	51%
	青岛华仁物业股份有限公司	物业管理	13358	570	90%
	哈尔滨景阳物业管理有限公司	物业管理	11388	978	60%
	广州粤华物业有限公司	物业管理	19534	3000	51%
蓝光嘉宝	成都市东景物业管理有限公司	物业管理	5200	700	65%
	泸州天立物业有限公司	物业管理	3500	400	70%
碧桂园服务	成都清华逸家物业管理有限公司	物业管理			100%
	成都佳祥物业管理有限公司	物业管理			100%
	北京盛世物业服务服务有限公司	物业管理	68259	-	70%
	上海睿靖实业有限公司	物业管理			100%
	南昌市洁佳物业有限公司	物业管理			100%
佳兆业物业	嘉兴大树物业管理有限公司	物业管理	3658	790	60%
绿城服务	Montessori Academy	婴幼儿教育	32258	-	56%
南都物业	江苏金枫物业服务有限责任公司	物业管理	10080	-	70%

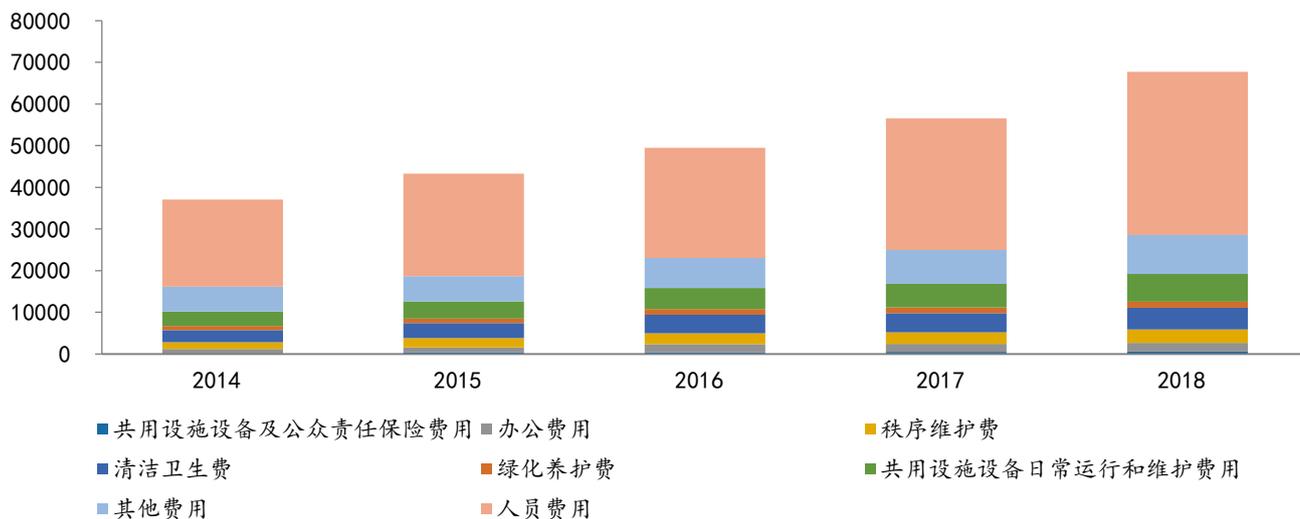
数据来源：中国指数研究院，东吴证券研究所

3.2. 成本端相对刚性，外包趋势明显

对物管公司而言，其核心竞争力不在于物业本身，而在于完整的物业服务经验及体系，包括人员、操作系统以及智能化平台等。

物业管理行业成本相对刚性，2018年百强企业经营成本平均同比增长17.5%，低于收入增幅1.91个百分点，行业毛利率有所回升。从行业成本端剖析，人员成本仍是营业成本中的最主要部分，2018年人员费用占总成本比例达58%，因此对于物管公司而言，要在保证物业服务质量稳定前提下，控制住人员成本至关重要。而人员薪酬具备刚性。目前看，部分物管公司主要通过提高机械化水平、基础业务外包的方式降低人工费用。

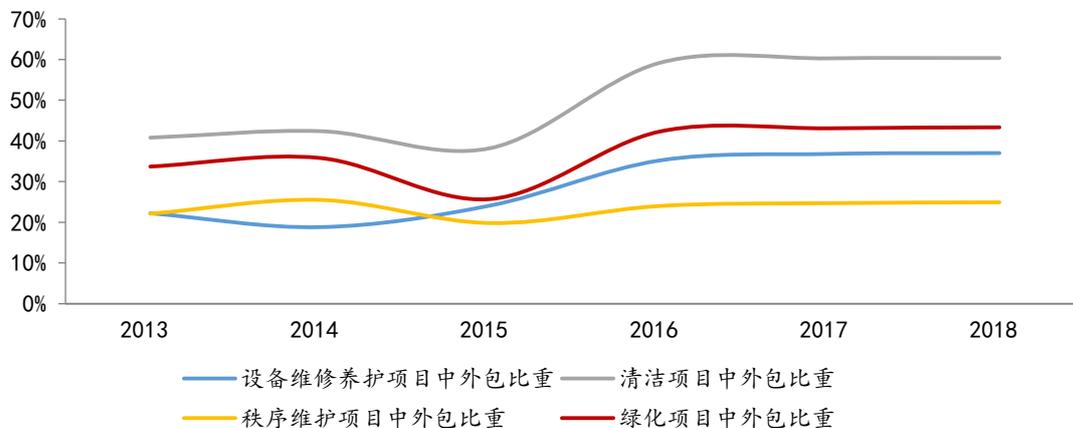
图7：物管行业百强企业营业成本均值（万元）



数据来源：中国指数研究院，东吴证券研究所

持续加大外包力度。基础业务外包能够非常直接降低人员成本，并且分工精细化是优秀企业未来发展方向，能积极提升公司服务品质。目前百强企业不断加大基础物业服务外包力度，2016年七成以上百强企业将部分基础业务外包出去，外包员工总数为51.8万人，同比增长10.32%。从各类业务外包情况看，百强企业清洁、绿化、设备维护养护、秩序维护分别占比60%、43%、37%和25%，低技术业务的外包推动百强企业运营的轻资产化趋势，只需加强管控，通过作业记录调查以及现场抽查方式确保外包质量。

图8：物管行业百强企业各业务外包情况



数据来源：中国指数研究院，东吴证券研究所

4. 行业发展三重奏：Scale + Brand + Business Model

4.1. 短期看成长：面积端扩容

当期物管公司具备较高估值，主要源自行业的高成长性，高成长性的核心来自于面积端的快速扩张。我们认为，当前物管公司的成长性可通过两个指标来衡量：

► 合同管理面积/在管面积

合同储备面积（即合同管理面积-在管面积）是指物管公司已经与开发商或者小区签署物业服务合同，但业主尚未入住的项目建面。对新盘而言，开发商确认物管公司一般是在新盘取得预售证之前几个月，而在管面积是在新房竣工交付后、物管公司入驻时确认的项目建面，因此新房项目的合同储备面积转化为在管面积需要 2-5 年的时间周期。而存量项目的合同储备面积主要通过招投标或收并购获取，转化周期相对较短，一般 3 个月以内就可从储备面积转为在管面积。因此合同储备面积中大多数项目均为新房项目，我们以用“合同管理面积/在管面积”来衡量物管公司的成长性。

表 7：主流物管公司合同管理面积（百万平米）

代码	公司	2015	2016	2017	2018	2019H1
6098.HK	碧桂园服务	162.0	207.0	330.0	505.0	584.0
2869.HK	绿城服务	171.9	224.6	287.8	362.5	391.2
H01245.HK	保利物业	-	135.4	184.5	361.5	454.9
3319.HK	雅生活服务	63.0	73.0	126.0	230.0	325.0
1995.HK	永升生活服务	15.0	23.0	33.0	66.0	86.0
1755.HK	新城悦服务	32.3	47.7	67.8	112.2	132.8
2606.HK	蓝光嘉宝服务		29.7	52.3	73.6	79.0
2168.HK	佳兆业美好	21.896	25.1	29.7	32.2	41.4

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

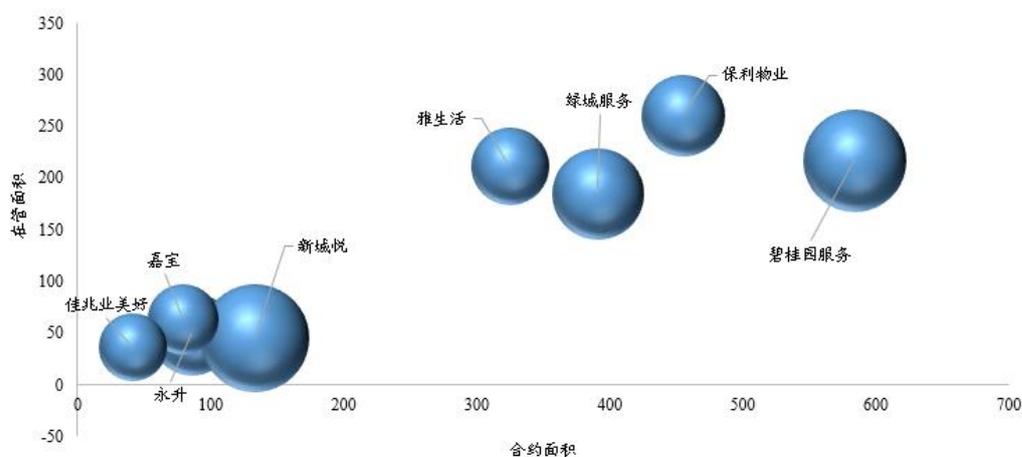
表 8：主流物管公司在管面积（百万平米）

代码	公司	2015	2016	2017	2018	2019H1
6098.HK	碧桂园服务	70.0	91.0	123.0	182.0	217.0
2869.HK	绿城服务	82.8	105.2	137.8	170.4	184.2
2669.HK	中海物业	83.0	94.0	128.0	141.0	142.0
H01245.HK	保利物业		81.8	106.2	190.5	260.3

3319.HK	雅生活服务	35.0	50.0	78.0	138.0	211.0
1995.HK	永升生活服务	10.0	16.0	26.0	40.0	49.0
1755.HK	新城悦服务	19.3	27.5	36.3	42.9	44.4
2606.HK	蓝光嘉宝服务		24.2	44.0	60.6	63.3
2168.HK	佳兆业美好	18.3	20.6	24.0	26.9	36.3
3662.HK	奥园健康	5.2	7.1	8.6	10.4	12.0

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图 9：主流物管公司 2019H1 合约面积及在管面积情况（百万平米）



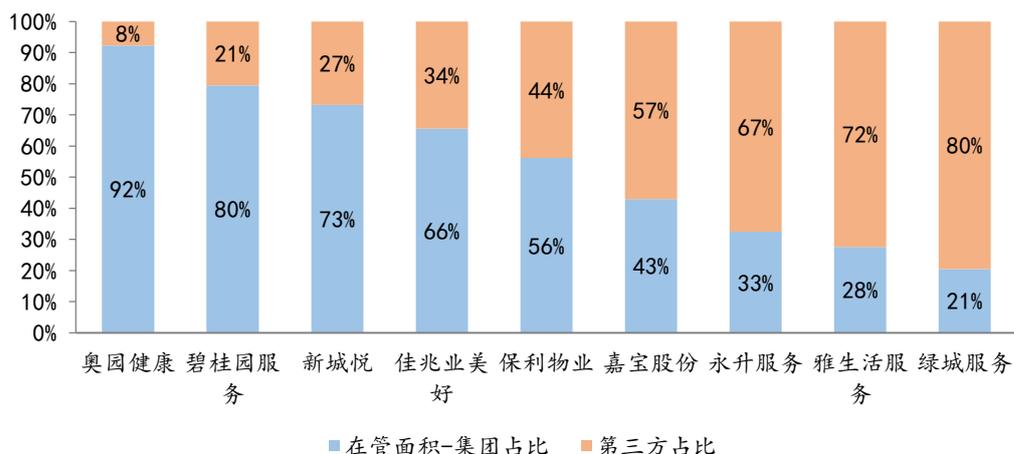
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所（圆圈大小表示合约管理面积/在管面积值）

► 开发公司支持力度

主流物管公司均有较为强大的开发商背景，短期看具备开发商背景的物管公司在成长上更有确定性，主要体现在几个方面：

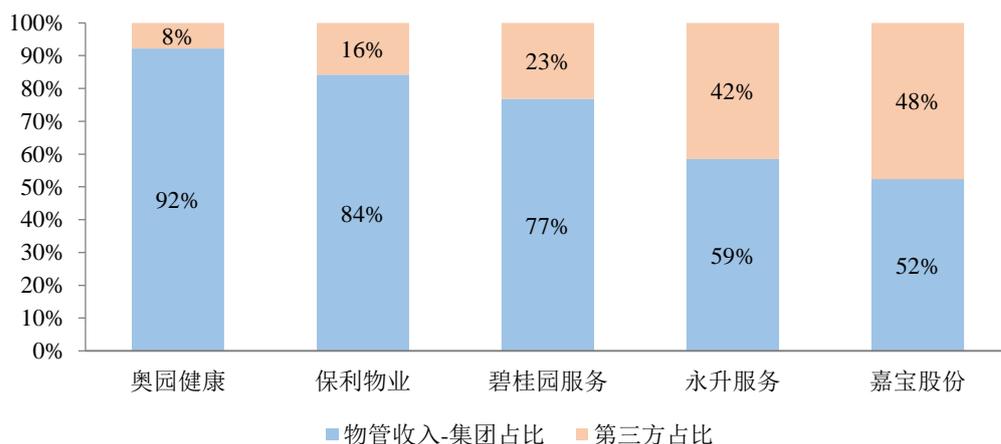
- 1) **开发商给予的管理项目面积支持。**在龙头物管公司中，佳兆业美好、碧桂园服务、新城悦、保利物业等公司的管理面积中有超 50% 比例来自于兄弟开发企业。且从开发公司获取的项目多为新盘，物管费水平高于其他渠道获取的项目。因此从开发商项目获取的收入占公司总收入比例高于面积口径的比例。

图 10：2019H1 物管公司管理面积中市场拓展及兄弟开发公司占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（备注：保利物业为 19 年 1-4 月数据）

图 11：2019H1 物管公司传统物管收入中市场拓展及兄弟开发公司占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（备注：保利物业为 19 年 1-4 月数据）

- 2) **增值服务业务的支持**。此处的增值服务主要是指非业主增值服务，以绿城服务为例，非业主增值服务的主要内容包括在建物业服务、管理咨询服务，前者主要涵盖示范单位及售楼处的管理服务（接待服务、保洁、场地监察、停车服务等）、建筑工地保安服务及相关协销工作，后者主要是指一些管理、技术输出（绿联盟、慧服务）及相关运营支持（园区车道规划、园区设计、招商引资、商业运营）。此外，部分物业公司业主增值服务中有相关业务也来自开发公司的支持，比如车位尾盘销售等。

4.2. 中期看品牌力：渠道卡位，消费者粘性优势

物管公司中期成长逻辑主要来自物业服务质量及品牌效应，高品质物管公司同时具备业主满意度高、合同续约率高、收缴率高、新项目中签率高的特性，物业的品牌价值将会逐渐体现。

物业品牌价值可以通过多元化指标评判，根据中指院研究，品牌强度系数主要与品牌认知度、美誉度、忠诚度、市场份额、区域分布、成长速度、服务内容等因素密切相关。但传导至终端，好的品牌展现的服务种类更为多元化，且服务方式更为平台化、科技化，进而提升客户的忠诚度和粘性。从指标看，优秀品牌的物业公司其续约率和收缴率都更好。

表 9：中国指数研究院关于品牌强度指标的解释

序号	品牌强度系数	指标含义
1	品牌认知度	反映客户对品牌内涵/价值的认识和理解的情况
2	品牌美誉度	反映客户心目中对品牌的口碑和信任程度的情况
3	品牌忠诚度	反映客户在购买决策中，多次表现出来对某品牌有偏向性的行为反应，通过客户的再次购买、推荐购买和缺货忠诚等来反映
4	品牌市场份额	反映品牌的销售面积、销售额、个案数量等指标的市场占有率情况
5	品牌市场分布	反映品牌的区域分布、业务布局和客户数量方面的情况
6	品牌年龄	反映品牌进入市场的时间，较早进入市场的品牌往往拥有更多的忠诚消费者，具有更强的品牌效应
7	品牌成长速度	反映品牌在营业收入、利润等方面的增长速度
8	品牌支持	反映品牌在品牌投入费用、重点投资、持续推广以及公益事业投入等方面获得支持的情况

数据来源：中国指数研究院，东吴证券研究所

表 10：2019 年物业服务平台优秀品牌

企业名称	平台名称	平台特色
长城物业	一应云	开放·合作·共享
彩生活	彩之云	彩惠人生物业费减免
万科物业	睿服务	数字化物业
绿城服务	绿联盟	品质联盟
金地物业	享家	智享联盟
华润物业科技	悦+	现代服务智慧平台
幸福基业	智慧城市系统	城市生产、运营、决策三位一体
苏宁银河物业	悦居会	多业态多场景服务

数据来源：中国指数研究院，东吴证券研究所

表 11：2019 中国物业服务市场化运营领先品牌企业

品牌名称	企业名称	品牌名称	企业名称
绿城服务	绿城服务集团有限公司	高地	高地城市服务产业集团
长城物业	长城物业集团股份有限公司	正荣物业	正荣物业服务集团有限公司
彩生活	彩生活服务集团有限公司	融信服务	融信物业服务集团
金科服务	金科物业服务集团有限公司	明德物业	山东明德物业管理集团有限公司
永升服务	上海永升物业管理有限公司	盛全服务	盛全物业服务股份有限公司
新城悦服务	新城悦服务集团有限公司	弘生活物业	弘生活物业服务管理有限公司
财信智慧服务	财信智慧生活服务集团有限公司	物管股份	苏州市会议中心物业管理股份有限公司

数据来源：中国指数研究院，东吴证券研究所

图 12：部分品牌企业标准化建设情况



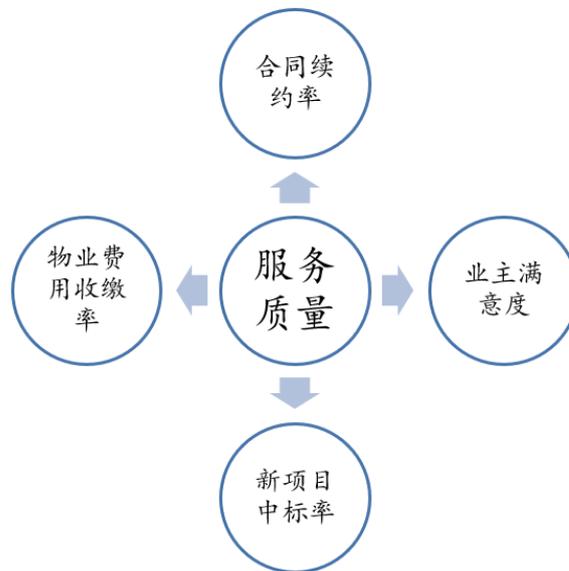
数据来源：中国指数研究院，东吴证券研究所

我们认为，规模扩充（前期更多为开发公司传输的面积）仅是行业中短期的成长逻辑，而非行业可持续发展的动力。长期来看，存量市场才是龙头公司竞争的舞台；此阶段会分化出不同打法，“撒网”布局或是“精细”布局，孰优孰劣我们现在也难以判断。但可以确定的是，随着在管面积基数的提升，面积增速肯定将下滑。

我们认为，精细布局和品牌力深耕是优质物管公司持续跑赢市场的选择。优质 C 端客户资源具备稀缺性，对 C 端资源的提前卡位至关重要。而获取优质 C 端资源的核心不仅仅要靠“性价比”，更要靠服务品质和品牌力。

优质 C 端客户上，先发者会具备消费者粘性优势。通常来说，核心一二线城市小区业主具备更强的增值服务付费能力，拓展增值服务潜力更大，这部分业主是最为优质的 C 端资源。快速锁定核心城市优质小区资源，成为物管公司需要重点考虑的方向。合理的城市布局能够提前卡位，而且小区通常更换物业的难度较大，因此物管公司前瞻性地布局。

图 13：物管质量评价主要因素



数据来源：东吴证券研究所

4.3. 长期看商业模式：能否顺利嫁接业务增值服务，体现渠道价值。

4.3.1. 模式成功转化核心要素

当前物管行业仍处于传统业务为主的模式，但从长期看，增值服务多样性使得增值业务空间广大。除了中期渠道占位较为重要以外，物管业务能否顺畅嫁接增值服务，有两大要素较为关键：

品牌优势助力增强业主黏性。物管公司只有通过传统物管服务，持续加强与业主的交流沟通，增强二者之间的业主黏性，才能使得业主充分信赖物管公司，能够在日常生活中有需求时主动寻求物管公司的服务。

寻求合作，引入专业化机构。增值服务前期需要投入大量资金，从成本投入到孵化成功需要较长周期，且存在失败风险。我们认为，增值服务部分业务需要高度专业化机构方可持续推进。比如，绿城服务在开展幼教服务时收购澳洲早幼公司 MAG 56% 股权；在开展园区生鲜服务时引入鲜生活进行股权合作；开展家居生活服务时与洗衣郎、松下电器、BOSCH 等品牌进行合作；拎包入住服务与红星美凯龙、美克美家等品牌合作。

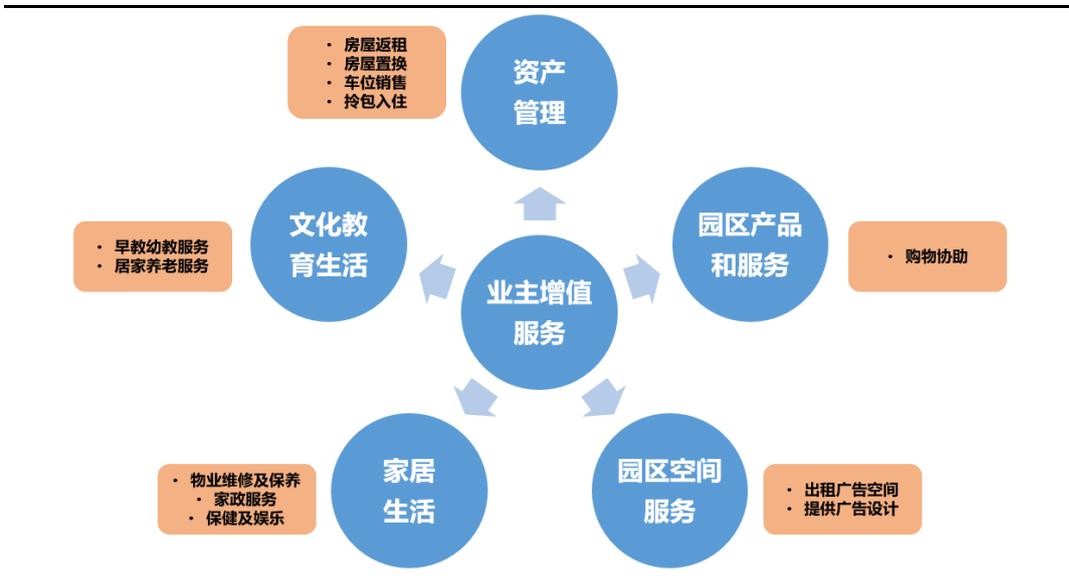
4.3.2. 对住宅小区物理空间的控制力较强，成为面向 C 端的渠道

我们相信，伴随规模扩张和品牌塑造，未来优秀的物管公司对住宅小区这一物理空间控制力较强，潜在可嫁接的增值服务的空间广大，能够成为各类信息和服务向 C 端输出的重要渠道。

优质物管公司基本会以物业管理服务为基础，打通线下渠道，后续在管理小区进行增值服务的探索及推广。现实生活中，强势的物管公司有能力严格把控线下空间入口，禁止小区以外的人员进入。物管公司的强势管理，会适度减少来自外界竞争方的压力。在引入合作方时，紧握渠道优势的物管公司有更强势的地位进行合作。

把握住小区这一线下空间入口后，公司可以开展多样化的增值服务业务，以绿城服务为例，业主增值服务内容十分丰富。多业务共同发展，有效降低业务的试错成本。目前看，虽然各项增值服务目前渗透率较为一般，但我们认为伴随龙头物管公司规模扩张，线下C端资源的规模效应将逐渐体现。

图 14：业主增值服务业务种类众多：以绿城服务为例



数据来源：绿城服务公告，东吴证券研究所

5. 投资建议

物业管理行业市场空间广大、格局高度分散，进入门槛低但做大壁垒强，未来强者恒强趋势确定性高。板块具备轻资产特性，ROE 水平可观，现金流状况较好，存量市场不受调控政策扰动，是地产后周期优质子版块。我们认为物业板块短期看规模成长、中期看品牌力提升、长期看商业模式。建议关注绿城服务、碧桂园服务、中航善达、永升生活服务、蓝光嘉宝服务。

6. 风险提示

- 1) 宏观环境风险：宏观经济不景气，居民可支配收入低迷，支付能力有所下降，影响行业收缴率水平；
- 2) 行业盈利恶化风险：人工成本持续上行，物管费提价较难，行业毛利空间持续压缩；
- 3) 行业成长性下滑风险：市场竣工持续处于低位，物管公司从合同储备项目向在管项目转化周期拉长；
- 3) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大；
- 5) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

