

## 房地产

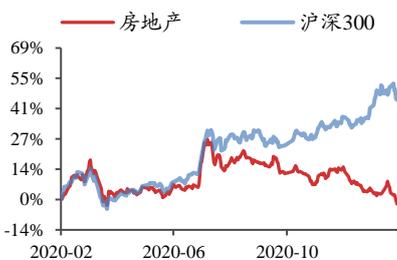
2021年01月31日

投资评级：看好（维持）

# 物管行业专题报告一：物管三重场景，远期估值在于业务边界延展性

——行业深度报告

### 行业走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《行业周报-全年需求景气度高位，上海房地产调控升级》-2021.1.24

《行业点评报告-开工、投资可圈可点，需求景气度持续超预期》-2021.1.19

《行业周报-一二手成交有所分化，央行持续房地产金融监管》-2021.1.17

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790520060001

陈鹏（分析师）

chenpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520100001

### ● 市场空间大，进阶版物管对技术、能力需求更为迫切

物管公司核心要素在于人，其长期占据消费者心智的核心能力是品质和口碑，中短期成长驱动力在于地产平台给予的支持。随着形态进阶，服务对象不再局限于小区住宅，物管公司开始切入非住宅领域。在业务平台化、场景社会化趋势下，对物管公司技术、能力的要求将持续提升。物管市场远期空间足够大，可延伸的业务类型足够多，业务对象的流量潜力大，优秀的物管公司将历久弥坚。重点推荐行业龙头标的碧桂园服务，成长性标的金科服务、新城悦服务、永升生活服务；受益标的包括宝龙商业、华润万象生活。

### ● 不同场景运营模式各异，内在驱动力有所不同

**(1) 住宅物管：**目前仍处在跑马圈地阶段，呈现物管打通渠道，增值服务创利局面。在资本加持、行业整合提速阶段，企业对规模诉求强于口碑打造；同时增值服务仍在持续探索，目前呈现百花齐放态势。**(2) 商业物管：**管理运营费与商场租金、零售额呈正相关性。商业整体呈现供大于求局面，优质商业运营能力较为稀缺，商业物管具备提价逻辑顺畅、进入门槛高、格局分散的优点，且其外部性更强，运营的好坏对物业价值的影响更为密切。经预测，商管公司最终实现的商管、运营收入可占纯租金收入的70%以上（包含开业前一次性收费）。**(3) 公建物管：**单项目规模大，项目订单式，项目获取较为依赖于运营能力及资源禀赋优势。

### ● 市场空间足够大，远期展望2.3万亿空间

**(1) 房屋物管空间测算（除公建）：**当前物管服务渗透率仅49%，仍处于较低水平，每年收入市场空间突破1万亿元；未来随着城镇化率、物管服务渗透率的提升，物管服务收入体量有望接近2万亿元。**(2) 公建类物管空间测算：**全国公共财政支出中用于城乡社区事务的比例在持续提升，未来放管服背景下，随着社会资本参与度的提升，物管公司在公建类市场将大有所为。

### ● 物管估值探究：业务平台化、场景社会化

物管公司横向在业务上朝平台化延展，纵向在业态上朝社会化转型。**(1) 横向平台化探索：**对于平台型公司，业绩增长不再是估值驱动之锚。业主增值服务业务赋予了物业公司类消费的行业属性，小区“半封闭式管理场景”有利于物业公司增值服务的培育，对外部资源嫁接也有一定话语权。从远期看，我们判断社区经纪业务、美居业务、社区团购业务发展潜力较大。假定终极形态下，龙头物管公司市占率可达10%，三项业务收入体量总和将突破百亿。**(2) 纵向社会化转型：**物业公司开始获取更多社会性物业形态，通过收并购提升专业服务技能，这一点在2020年收并购中尤为明显。

● **风险提示：**行业销售规模波动加大，外拓业务不及预期，人工成本上行压力。

## 目 录

1、物管三条赛道盈利模式探究 .....	4
1.1、住宅物管：跑马圈地阶段，增值服务仍在持续探索 .....	4
1.1.1、盈利模式：物管打通渠道，增值服务创收 .....	4
1.1.2、行业现状：增值服务探索难度大，呈现百花齐放态势 .....	7
1.2、商业物业运营：具备更强的外部性，对物业价值影响更大 .....	9
1.2.1、行业现状：格局分散，提价逻辑顺畅 .....	9
1.2.2、盈利模式：物管服务，叠加运营服务，考验持久经营能力 .....	12
1.3、公建类物业：规模大，项目订单式，盈利能力一般 .....	17
1.3.1、行业现状：“放管服”改革持续深化，物管公司服务边界扩大 .....	17
1.3.2、盈利模式：面积大、利润率低，运营能力与资源禀赋是最重要抓手 .....	18
2、空间测算：行业空间近 2.3 万亿元 .....	21
2.1、房屋物管空间测算（剔除公建类）：远期市场空间近 2 万亿 .....	21
2.2、公建类物管空间测算：远期市场空间近 3000 亿元 .....	23
3、物管估值探究：业务平台化、场景社会化 .....	24
3.1、横向业务平台化延展 .....	24
3.2、纵向业态城市化转型 .....	26
4、投资建议 .....	28
5、风险提示 .....	30

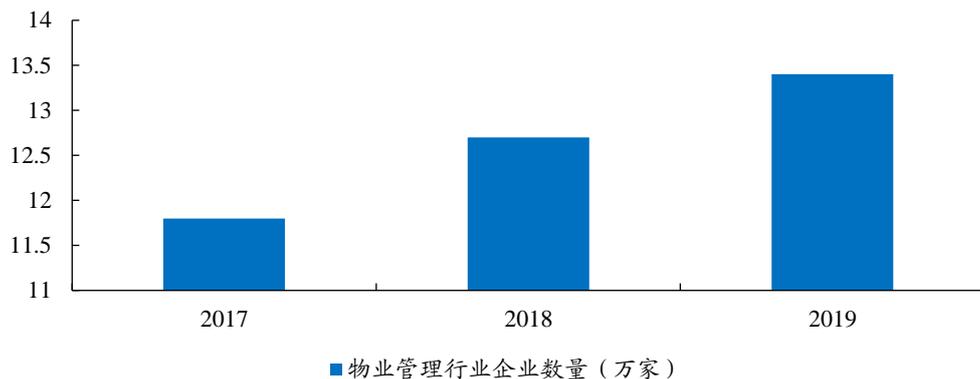
## 图表目录

图 1：我国物管行业企业数量庞大 .....	4
图 2：主要物管公司近 3 年营收增速可观 .....	5
图 3：主要物管公司近 3 年归母净利润增速可观 .....	5
图 4：主要物管公司 IPO 募集资金大多用于收并购提升规模 .....	6
图 5：物管行业续约率维持高位 .....	7
图 6：主要物管公司业委会成立比例仍然较低（2017 年） .....	7
图 7：物管服务打通渠道，增值服务创收 .....	7
图 8：主要物管公司业主增值服务收入占比有所提升 .....	8
图 9：主要物管公司业主增值服务毛利占比有所提升 .....	8
图 10：2019 年碧桂园服务社区增值服务结构多样化 .....	9
图 11：2019 年绿城服务社区增值服务结构多样化 .....	9
图 12：2019 年保利物业社区增值服务结构多样化 .....	9
图 13：2019 年永升生活服务社区增值服务结构多样化 .....	9
图 14：全国商场总数增速有所下行 .....	10
图 15：全国商场在管面积规模增速有所下行 .....	10
图 16：全国商场运营服务供应商收入增速有所下行 .....	10
图 17：社会零售额稳步提升 .....	11
图 18：购物中心单位面积服务商产生收入持续提升 .....	11
图 19：全国居民人均消费支出持续提升 .....	11
图 20：2020H1 华润万象的商业运营收入占比 27% .....	14
图 21：2020H1 宝龙商业的商业运营收入占比 21% .....	14

图 22: 2020M4 合景悠活商业运营收入占比 19%.....	15
图 23: 三家公司商业运营收入对比 (2020H1) .....	15
图 24: 三家商管公司商业部分物业管理费占租金收入比例较为可观 (2020H1) .....	15
图 25: 两家商管公司商业部分商业运营费占租金收入比例较为可观 (2020H1) .....	16
图 26: 新城控股商业租金收入持续提升 .....	17
图 27: 新城控股商业管理运营收入占纯租金 71% .....	17
图 28: 公建类项目涵盖领域众多 .....	18
图 29: 500 强企业布局各细分业态比例均有上升 .....	18
图 30: 整改后西塘景区保洁管理改善颇多 .....	20
图 31: 整改后西塘景区安全管理改善颇多 .....	20
图 32: 西塘古镇景区客流量稳步增长 .....	20
图 33: 西塘古镇景区收入稳步增长 .....	20
图 34: 保利物业获取的公众类项目众多 .....	21
图 35: 城乡社区事务支出规模稳步增长 .....	23
图 36: 城乡社区事务支出占全国财政支出比例持续提升 .....	23
图 37: 绿城增值服务 APP 界面 .....	24
图 38: 平台&消费型公司估值并非以业绩增长为锚 .....	25
图 39: 2020 年物管行业投资交易中基础服务领域占比 49% .....	27
图 40: 2020 年物管行业投资交易中专业服务、增值服务占比大幅提升 .....	27
图 41: 物管行业业务平台化、场景社会化.....	28
表 1: 物管行业规模较大的收并购案例频出.....	6
表 2: 商业物业现状及特征 .....	9
表 3: 华润万象生活提供商业物业运营内容众多 .....	12
表 4: 宝龙商业的商业运营服务运营模式及收费模式.....	12
表 5: 合景悠活商业运营服务运营内容众多 .....	13
表 6: 华润万象生活商业运营服务收费模式.....	13
表 7: 合景悠活商业项目收费模式 .....	14
表 8: 典型商业项目物管收入占纯租金收入的 75% .....	17
表 9: 重庆市人民检察院物业管理服务招标细则.....	19
表 10: 重庆市人民检察院物业管理服务涉及领域广泛.....	19
表 11: 2020 年全国物业管理面积预计为 223 亿平方米.....	21
表 12: 当前住宅物管服务渗透率仅 49% .....	22
表 13: 住宅领域基础物管服务收入规模弹性较大.....	23
表 14: 公建类项目物管服务收入空间可达 3000 亿元.....	24
表 15: 房屋经纪业务收入空间达 17.6 亿元.....	25
表 16: 美居业务空间达 39.8 亿元 .....	26
表 17: 社区团购业务收入空间达 51.4 亿元.....	26
表 18: 2020 年部分企业开始加速强化设施设备及服务领域的服务能力 .....	27
表 19: 2020 年前十大交易总金额达 77 亿元.....	28
表 20: 主要物管公司 PE 估值对比.....	29

我国物业服务行业从 1981 年开始发展，21 世纪以来，随着我国城镇住房制度改革力度的持续提升，居民消费升级大逻辑推动、行业政策持续鼓励，物业管理行业迎来飞速发展阶段。同时由于物业管理是典型的轻资产行业，不需投入大量资金，当前最重要的要素在于人，而非技术，行业门槛较低，也使得行业内物管公司众多，质量良莠不齐。2019 年国内物业管理企业数量约有 13.4 万家，同比增长 5.5%。

**图1：我国物管行业企业数量庞大**



数据来源：中研普华产业研究院、开源证券研究所

从服务业态看，当前物管公司的服务对象已经不再束缚于小区住宅，其专业的服务水平、全链条的服务体系、全委托的运营模式使得越来越多的非住宅领域也开始青睐物管公司进场，当前物管公司服务的领域已经拓展至商业、学校、医院、产业园、市政等方面。

尽管物管服务衍生于住宅，但孵化至各类业态后的运营模式却存在一定差异，其内在价值的驱动力也不尽相同，本文试图从住宅、商业、公建三大领域去剖析不同场景下的盈利模式、未来愿景。同时物管服务作为资本市场的这几年的“新生儿”，其价值之锚众说纷纭，本文试图探究未来板块估值驱动的核心要素。最后通过核心经营数据给出投资建议。

## 1、物管三条赛道盈利模式探究

### 1.1、住宅物管：跑马圈地阶段，增值服务仍在持续探索

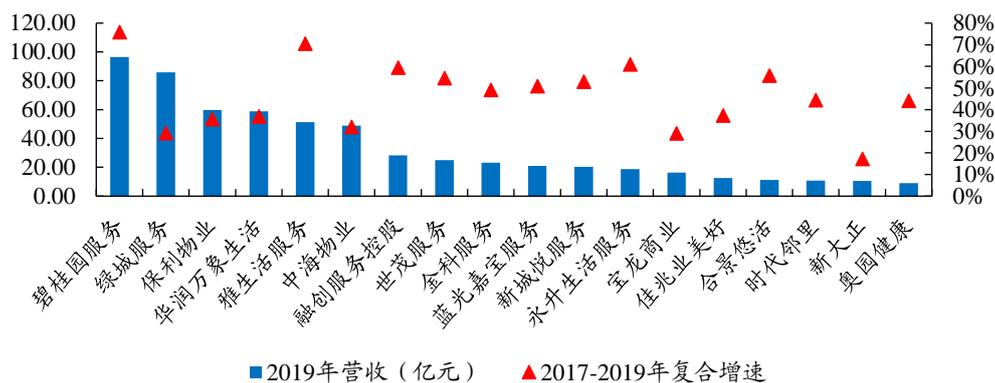
#### 1.1.1、盈利模式：物管打通渠道，增值服务创收

**住宅物管处在跑马圈地、飞速发展阶段。**与上游房地产行业相比，尽管诞生时间相近，但物管行业最初的角色仅仅是地产行业的附属成本中心，2015 年后逐渐转化为独立运营的利润中心。相对较小的规模体量，较为确定的储备项目，使得行业仍处在“跑马圈地”的飞速发展阶段，这一点从近年来行业发展速度就可以看出。主流物管公司（主要为碧桂园服务、绿城服务、保利物业、华润万象、雅生活、中海物业、融创物业、世茂服务、金科服务、蓝光嘉宝、新城悦、永升生活、宝龙商

业、佳兆业美好、合景悠活、时代邻里、新大正、奥园健康) 2017-2019 年营收复合增速均值达 46%，归母净利润复合增速均值 66%。

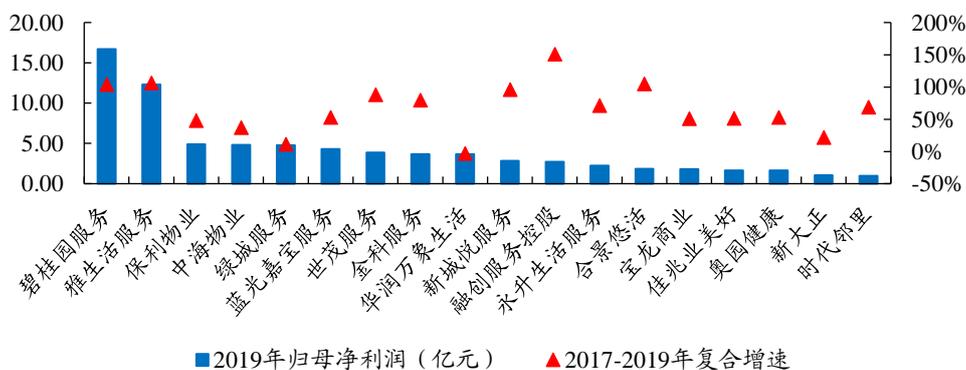
**募集资金最大用途在于收并购拓展规模。**除去关联地产公司的项目支持外，物业公司上市后，募集资金主要用于收并购方向，表现出公司对物业管理扩张的高度重视。在 21 家物管公司中，有 17 家公司用于收并购的资金比例均超过 50%，均值达 58%。

图2: 主要物管公司近 3 年营收增速可观

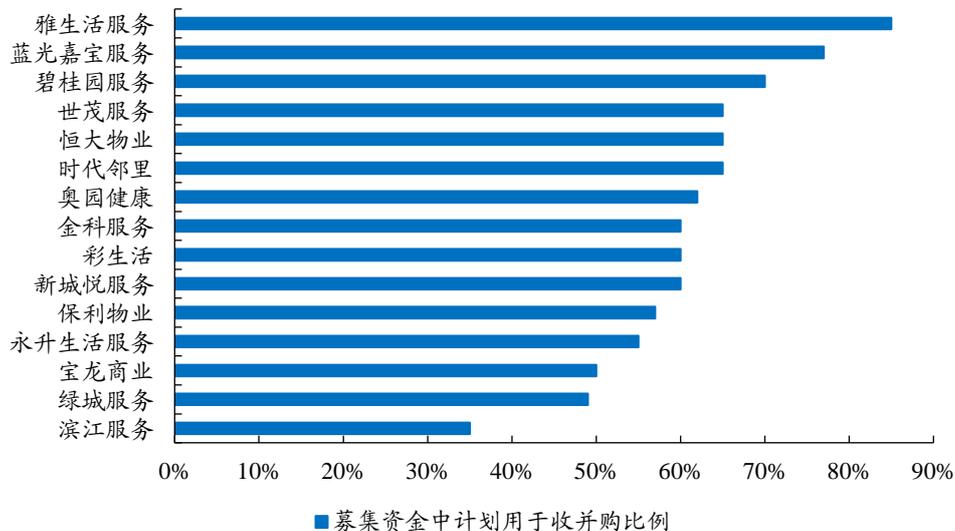


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3: 主要物管公司近 3 年归母净利润增速可观



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图4：主要物管公司 IPO 募集资金大多用于收并购提升规模**


数据来源：中物研协、公司公告、开源证券研究所

**表1：物管行业规模较大的收并购案例频出**

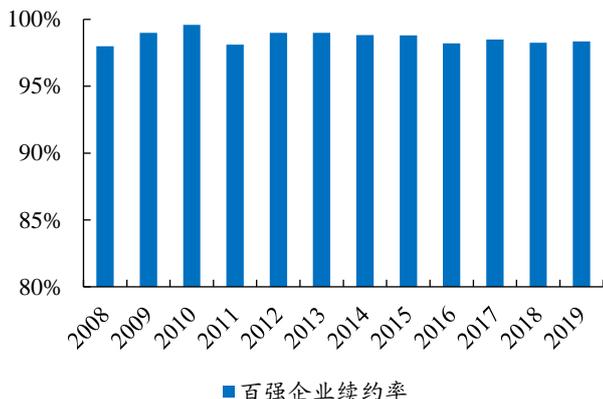
时间	收购方	标的名称	标的业务	标的业态	管理面积 (万平方米)	收购比例	支付对价 (亿元)	其他
2019/9/26	雅生活服务	中民物业、 新中民物业	物业管理	住宅、商 业	20000	60%	20.6	-
2020/7/30	碧桂园服务	城市纵横	梯媒服务	专业公司	-	65%	5.12	20/21/22 年扣非净利润 0.75、1.10、 1.14 亿元，估值对应 2020 年 7 倍
2020/10/14	碧桂园服务	满国康洁	城乡环卫管 理运营服务	专业公司	-	70%	<24.5	20 年收入 24 亿元、扣非净利润 2.2 亿元；2021-2023 年盈利承诺同比增 速 20%，估值对应 2020 年 16 倍
2021/1/7	永升生活服 务	彰泰服务	物业管理	住宅、商 业	-	65%	4.34	2020 年净利润不低于 6000 万元， 估值对应 2020 年仅 11 倍
2021/1/17	合景悠活	雪松智联	物业管理	住宅、商 业	8600	80%	13.16	2020 年 1-11 月净利润 1.25 亿元

资料来源：中指院、公司公告、开源证券研究所

**当前物业公司被更换的概率不高。**物管行业最核心要素在人，目前来看技术替代的效果并不佳，而员工工资刚性效应显著，物管费难以放开的前提下中长期毛利率向下是大概率事件。但当前对住宅物业而言，物管公司对规模的诉求仍然较强，即使薄利也有一定战略布局意义。一方面是盈利的驱动，另一方面，提前占据更多的小区，就占据了更多的渠道。从行业续约率看，2019 年百强企业续约率高达 98%，过去 10 年均维持在较高水平。尽管民法典对于更换物业公司和成立业委会的要求有所放松，但仍有较大门槛，目前主要物管公司成立业委会的比例还较低，当前被更换掉小区的概率并不大。

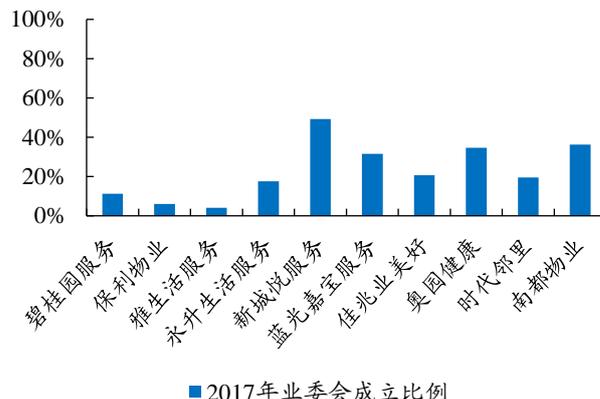
小区“半封闭管理模式”利于催生平台化概念。出于对小区安全、安静、卫生等环境要求，物管公司在人员出入、品牌进驻等方面有一定话语权，“半封闭式”的管理制度使得小区逐渐催生出平台化的概念。未来在试水各类增值服务或嫁接外部资源时具备较大优势。

图5: 物管行业续约率维持高位



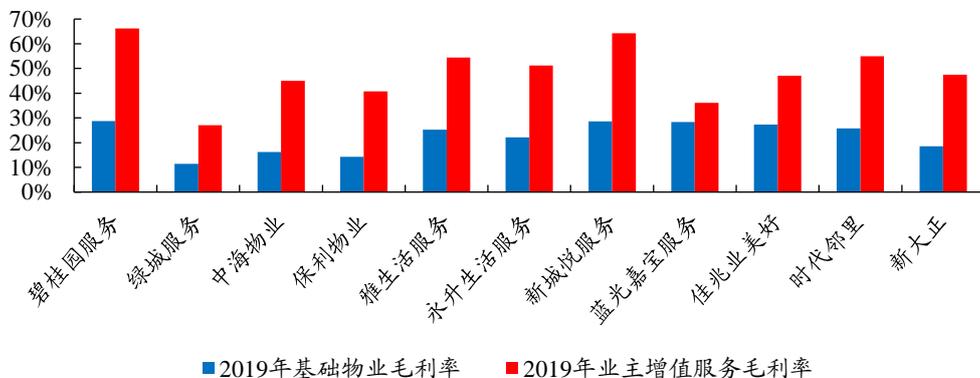
数据来源: 中指院、开源证券研究所

图6: 主要物管公司业委会成立比例仍然较低(2017年)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 物管服务打通渠道, 增值服务创收



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (备注: 新大正为增值服务毛利率)

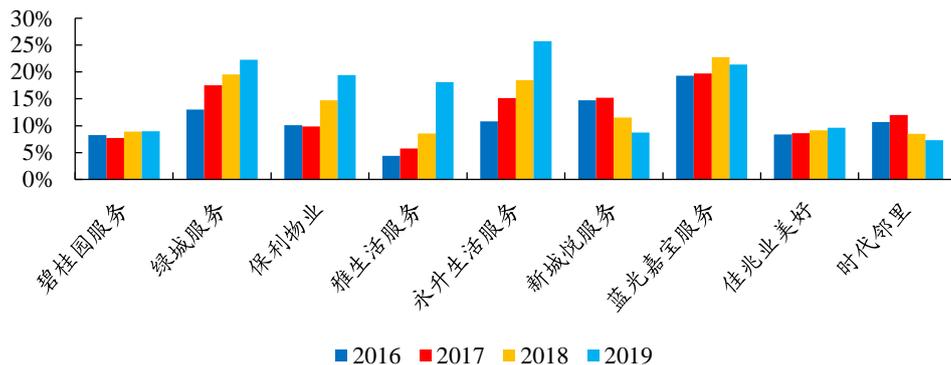
### 1.1.2、行业现状: 增值服务探索难度大, 呈现百花齐放态势

按照服务对象分类, 增值服务主要可分为业主增值服务、非业主增值服务, 后者是为地产公司提供的案场服务、咨询服务等, 是与兄弟地产公司关联交易的重要部分, 长期看并不存在可持续性, 不是物业板块高价值的核心因素, 因此我们主要讨论业主增值服务的发展现状。

**业主增值服务品类众多。**从当前物管公司增值服务开展的情况看, 目前业主增值服务涵盖的内容众多, 是小区平台化的一个初体现, 主要业务涵盖园区产品和服务、居家生活服务、园区空间服务、物业资产管理服务、文化教育服务等等。

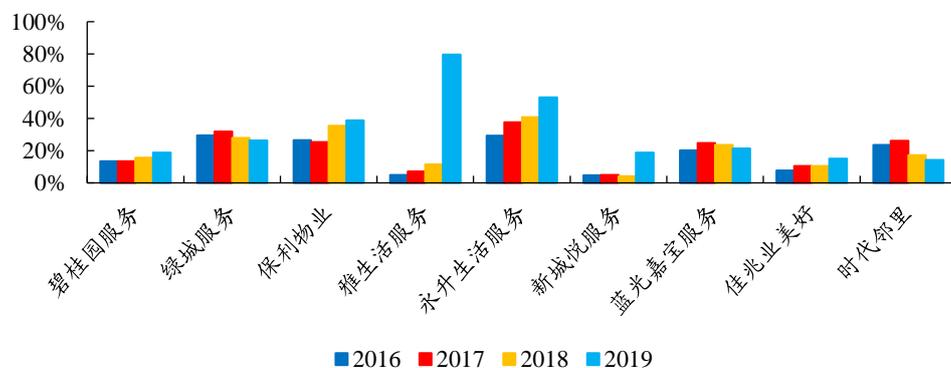
不同物业公司社区增值服务业务的重心不同，目前看来还没有较为成熟、可以贡献较大利润规模的业务。从收入体量看，目前社区增值服务的收入占比仍然不高，但趋势在持续上升；同时增值服务对人员的依赖程度较传统的物管服务较低，具备很强的消费属性，往往具备更高的利润率。因此当前住宅的增值服务探索仍在继续，但多样化的收入结构使得增值服务规模积少成多，未来这将成为物管公司创收的核心业务。

图8：主要物管公司业主增值服务收入占比有所提升



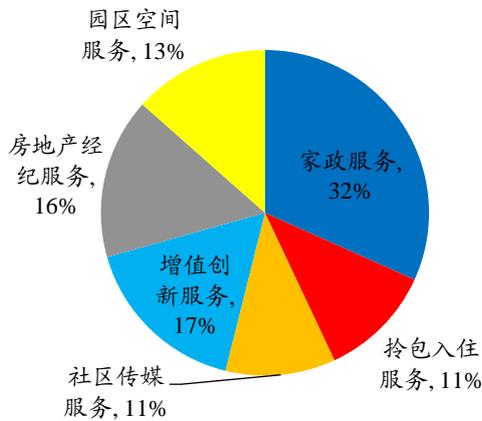
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：主要物管公司业主增值服务毛利占比有所提升



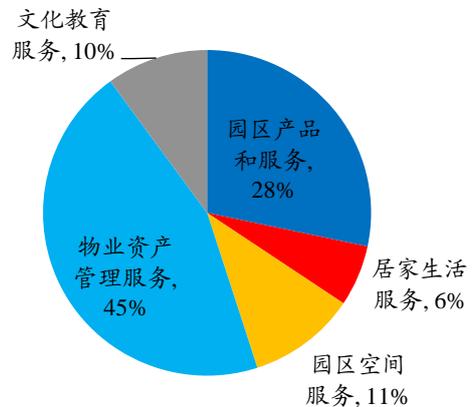
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10: 2019年碧桂园服务社区增值服务结构多样化



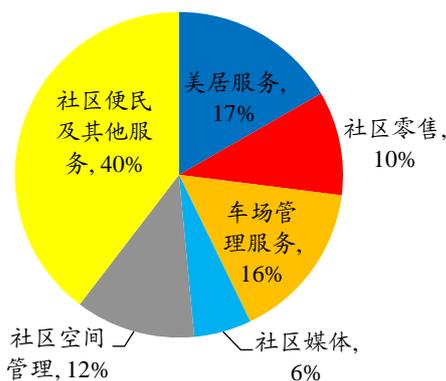
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 2019年绿城服务社区增值服务结构多样化



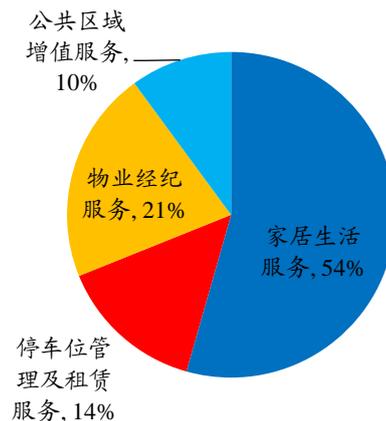
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 2019年保利物业社区增值服务结构多样化



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 2019年永升生活服务社区增值服务结构多样化



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 1.2、商业物业运营: 具备更强的外部性, 对物业价值影响更大

### 1.2.1、行业现状: 格局分散, 提价逻辑顺畅

目前商业物业领域竞争格局仍然较为分散, 多元化服务仍需开拓, 同时专业性复合人才缺口较大。在政策、资本市场、消费意愿等因素的推动下, 未来优质的管理模式将更弥足珍贵。

表2: 商业物业现状及特征

问题	特征
竞争格局分散、尚未形成行业龙头	起步晚, 在商业物业领域仍在积极探索和布局, 服务品质逐渐得到市场的认可, 国内商业物企替代五大行提供物业服务的案例屡有发生, 五大行物业管理之间差距正在逐渐缩小, 企业的市场占有率提升, 企业有较大的突破机会和发展空间。而从整体来看, 尚未形成龙头企业。

### 问题

业务仍较基础、多元化服务仍需拓展

商业物业管理服务还主要以基础的物业管理服务为主，服务的深度和广度有待进一步的拓展。长期以来，地产开发和商业经营的脱节，前期考虑的不足，会造成随后环节中物业管理的不合理和困境。2020年初，疫情也为商业物业在管理过程中造成诸多矛盾，传统的物业管理模式已经无法满足新的管理要求和应对新的局面。

专业性要求高、人才缺口较大

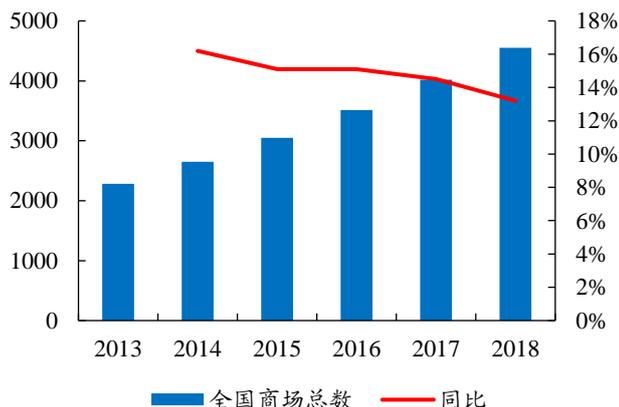
具备商业物业的全阶段的综合知识，以及涉及到商业物业的前介服务，设计策划，市场研究和定位等前期服务，以及正常运营后的招商，商业运营以及提供客户需求的多样性的商务支持服务的复合型管理人才的缺口仍然很大。

### 特征

资料来源：中物研协、开源证券研究所

目前商业物业长期面临供大于求，空置率高位的被动场景。根据华润万象生活 IPO 募集书里弗若斯特沙利文给出的数据，我国购物中心运营服务市场的在管面积由 2014 年的 2.85 亿平方米持续增长至 2019 年 5.35 亿平方米，年复合增速达 13.4%；但从增速趋势看，不论是开业商场数还是在管面积增速，都是处于持续下行态势。

图14: 全国商场总数增速有所下行



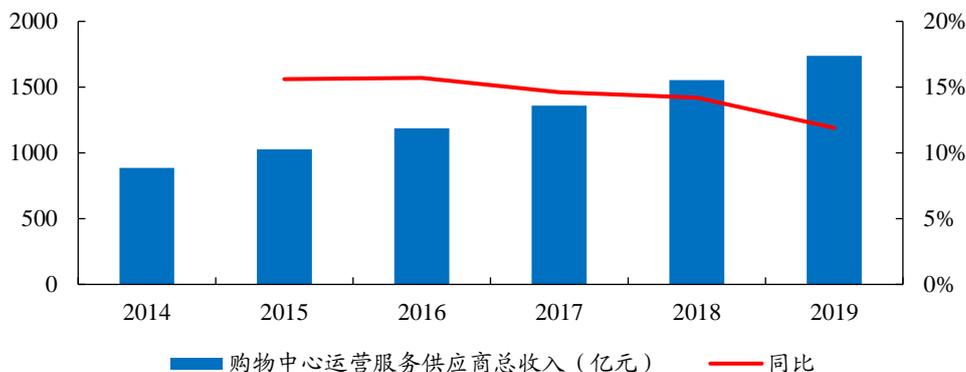
数据来源：宝龙商业 IPO 募集书、开源证券研究所

图15: 全国商场在管面积规模增速有所下行



数据来源：华润万象生活 IPO 募集书、开源证券研究所

图16: 全国商场运营服务供应商收入增速有所下行



数据来源：宝龙商业 IPO 募集书、开源证券研究所

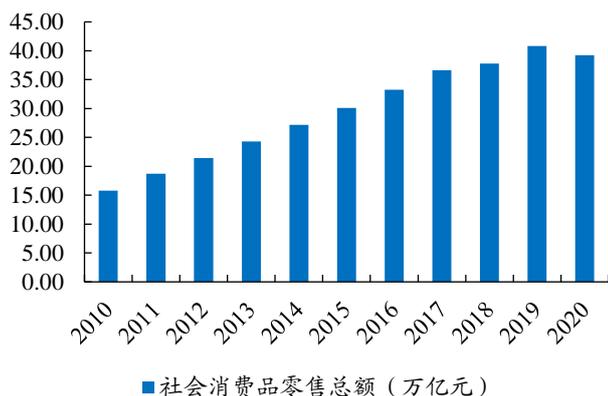
我们认为，与住宅物业相比，商管公司尽管在项目规模增速上略微逊色，但也具备三大优点：

**(1) 商业提价相对容易。**尽管政策催动下住宅提价难度边际缩小，但“双过半”原则依然具备较高门槛，需要与众多业主进行充分沟通。商业物业谈判的对手方是物业持有者，是单一业主方。且从盈利模式看，商业运营管理费大多与商场经营表现相关，与销售额、租金收入呈现一定正向关系。销售额是消费产业，每年会随着居民生活水平的提高和通胀因素稳步上升，涨价逻辑更为顺畅。

**(2) 商业运营门槛较高。**物业管理的核心都在于“四保服务”及衍生出的增值服务，“四保服务”可以做到精细化和标准化，可以批量复制产生规模效应，但其模式是没有经营壁垒的。而商业更多考察的是设计能力、招商能力、持续经营能力等等，其核心能力较难复制，具备较高的准入门槛。

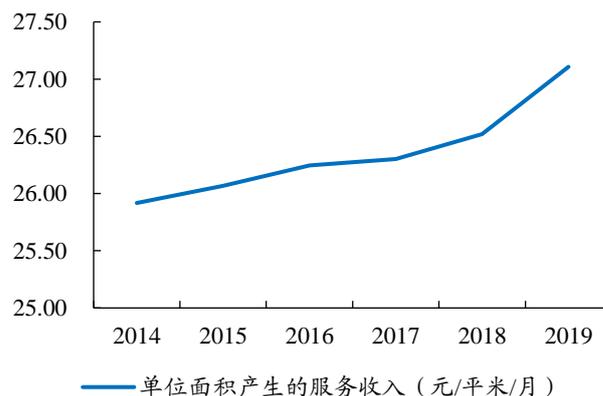
**(3) 商业市场格局较为分散。**较住宅而言，商业物管发展得更晚，其市场格局也足够分散，未来整合空间较大。

图17：社会零售额稳步提升



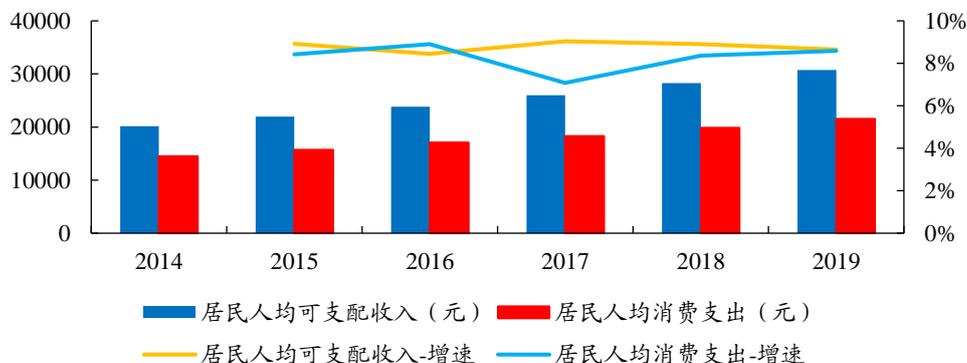
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：购物中心单位面积服务商产生收入持续提升



数据来源：华润万象生活 IPO 募集书、开源证券研究所

图19：全国居民人均消费支出持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

住宅的价值更多体现在地址、配套、教育等天然属性方面，而商业物业具备更强的外部性，同样的选址，运营的差异会对租金水平有质的影响，根据 DCF 现金流贴现模型，就会进一步影响商业物业的价值。

### 1.2.2、盈利模式：物管服务，叠加运营服务，考验持久经营能力

目前规模较大的商管公司主要有华润万象生活、宝龙商业、合景悠活等。尽管各公司从业务分类上有所差异，但从商管公司最核心服务内容看，主要涵盖开业前管理服务、开业时运营管理服务、物管服务收入三大类。

**表3：华润万象生活提供商业物业运营内容众多**

业务	内容	
物业管理及其他服务	秩序维护、清洁及绿化、维修及养护及其他增值服务（向物业开发商提供早期顾问服务及开业筹备服务）	
商业运营服务	<b>一、开业前管理服务</b> （1）定位及设计管理服务（根据对购物中心地理位置、营商环境、竞争对手、客户需求及地区文化确定购物中心之服务和运营的定位；项目定位协助物业开发商挑选设计公司，并提供设计咨询及管理服务） （2）招商及管理服务（制订招商策略，招揽目标租户；进行租户背景调查并与租户洽商）	
	<b>二、运营管理服务</b> （1）开业筹备服务（包括制订宣传策略、成本控制及预算规划以及物业管理规划，亦会安排开幕式和推广活动） （2）租户指导服务（通过与租户的日常沟通及管理服务协助租户提升业务表现，积极响应租户的广告空间分配及设备养护等需求；协助租户的日常运营，可就经营不善的业务提供建议解决方案；提供购物中心管理制度、店面陈设、客户关系及客户招揽等方面的培训） （3）消费者管理服务（为购物中心建立了一体化的会员体系，会员可享受相对一致的服务及福利。例如通过「一点万象」app、微信小程序等在线媒体或移动应用程序提供服务） （4）市场推广及宣传服务（协助租户经营推广活动，如新品发布、节日促销及主题活动）	
	商业分租服务	对于少数优质的独立第三方开发商开发或持有的购物中心，我们从业主承租物业，以分租人身份分租予租户。根据我们对每个商业分租项目的定位和招商策略，我们会对一些承租资产进行必要的场地改造及装修以提高经营效益

资料来源：华润万象生活 IPO 募集书、开源证券研究所

**表4：宝龙商业的商业运营服务运营模式及收费模式**

业务	具体内容	收费模式
市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务	市场研究及定位服务	单次固定服务费
	租户招揽服务	固定服务费，相等于约两个月租金
	筹备开幕服务	按每平方米基准的固定服务费
商业运营及管理服务	零售商业物业管理服务	按每平方米基准的固定费用
	租户管理及收租服务	按酬金制的服务费
	其他增值服务	按酬金制的服务费或经营收入
物业租赁服务（即分租）	租金收入	

资料来源：宝龙商业 IPO 募集书、开源证券研究所

**表5: 合景悠活商业运营服务运营内容众多**

业务	具体内容
预售管理服务	就物业发展商的预售活动提供物业管理服务, 例如预售示范单位及销售办事处的清洁、保安及维护服务
商业物业管理服务	档案管理(向物业发展商提供档案管理服务); 清洁; 保安; 园艺; 维修及维护
商业营运服务	一、筹备阶段 1、前期规划与咨询服务 2、租户招揽服务
	二、营运阶段 1、租户管理服务(为业主及物业发展商提供租户管理及收租服务, 包括处理租户查询与投诉、办理租金付款手续、确保租户按时支付租金、协助业主及物业发展商调整优化租户组合等) 2、营销推广服务(举办各类推广活动, 譬如假日促销、公关推广活动等)
其他增值服务	为业主、租户及物业发展商提供的其他增值服务, 主要包括公共区域增值服务, 如出租公共区域或广告空间

资料来源: 合景悠活 IPO 募集书、开源证券研究所

### 具体来看:

**开业前管理服务:** 主要为市场调查、定位分析、租户招揽、筹备开业等, 从收费模式看, 均是定额服务费, 其中合景悠活的租户招揽按照每平方米 250-330 元收取费用。

**运营管理服务:** 这一项是商业物业的运营能力的核心体现, 也是实现可持续发展的重要方面, 主要内容包括租户指导与管理、市场推广、消费者管理(比如会员体系), 该项目收费模式主要包括佣金制的服务费(按租金收入的特定比例, 一般 5%、10-20%不等), 以及一些固定费用(管理外包费、品牌授权费)。

**物业管理服务:** 主要包括秩序维护、清洁及绿化、维修及养护及其他增值服务, 这一块业务和住宅所需要的基础物业服务相近, 部分公司将其囊括在运营管理服务中, 收费模式主要是按每平方米基准的固定费用。

此外, 还有一些公司具备一些特别的业务, 比如华润万象生活提供的商业分租服务、宝龙商业提供的物业租赁服务实质也是分租模式, 合景泰富集团有部分商业进行销售, 合景悠活协销收取预售管理服务收入。

**表6: 华润万象生活商业运营服务收费模式**

业务	收入模式
<b>开业前管理服务</b>	
一定位及设计管理服务	定额费用
一 招商及管理服务	不超过三个月租金的定额服务费
	佣金制服务费, 按租金收入或营业收入的特定百分比(最高 5%)
<b>运营管理服务</b>	及/或营业利润的特定百分比(最高 10%)计算
	其他固定费用: 管理外包费及品牌授权费

资料来源: 华润万象生活 IPO 募集书、开源证券研究所

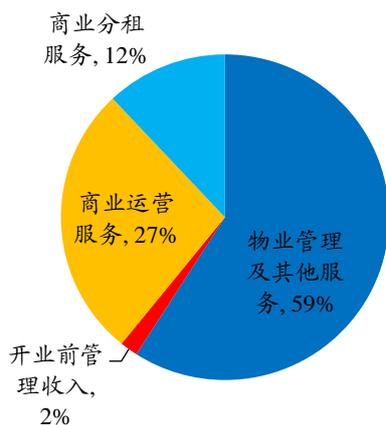
**表7: 合景悠活商业项目收费模式**

业务	合景泰富集团及其合联营公司或其他关联方	第三方物业发展商
预售管理服务	销售办事处分为三类(A类、B类和C类),就每个项目每年分别收取费用为500-800、350-500、350万元以下	每个项目每年约100-300万元
商业物业管理服务	购物商场 20-90 元/月/平米, 写字楼 15-35 元/月/平米	写字楼每月每平方米人民币 4.5-15 元
商业营运服务	就购物商场, 租户招揽服务每平方米 250-330 元; 租户管理服务为年度租金的 10%至 20%, 就写字楼, 租户管理服务为成本加 15%-20% 利润	-

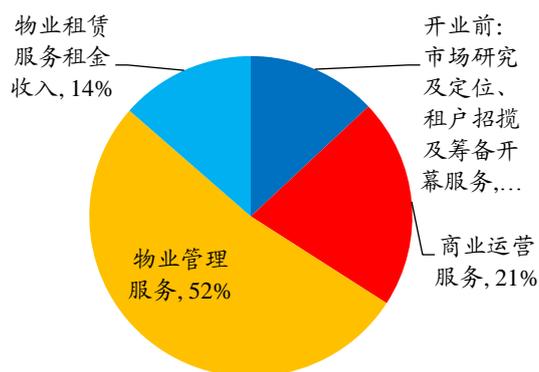
资料来源: 合景悠活 IPO 募集书、开源证券研究所

### ➤ 商业物业管理服务

从可比视角看, 2020H1 华润万象、宝龙商业、合景悠活的商业板块收入中物业管理服务分别占比达 59%、52%、68%, 仍是商管公司收入的最主要来源, 商业物业管理服务的盈利模式主要是每平方米计准的固定费用。

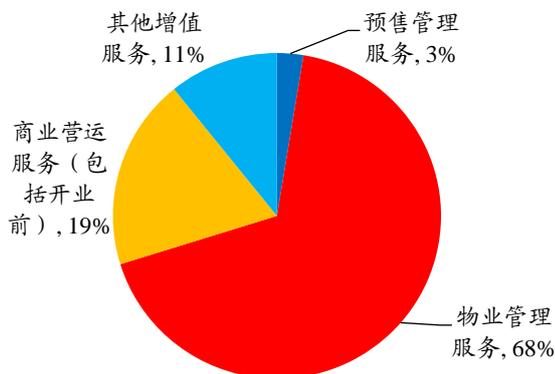
**图20: 2020H1 华润万象的商业运营收入占比 27%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (仅考虑购物中心, 未考虑写字楼)

**图21: 2020H1 宝龙商业的商业运营收入占比 21%**


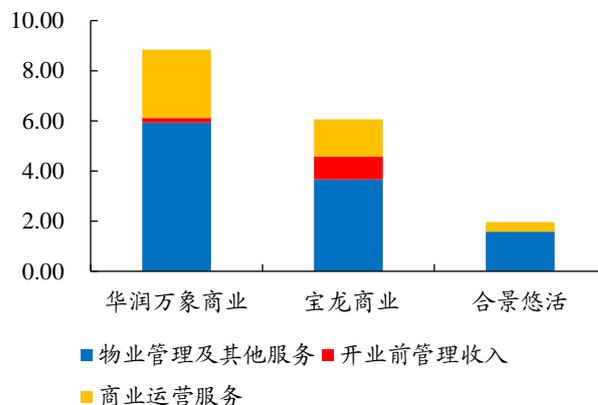
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图22: 2020M4 合景悠活商业运营收入占比 19%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (包含 7 个写字楼项目)

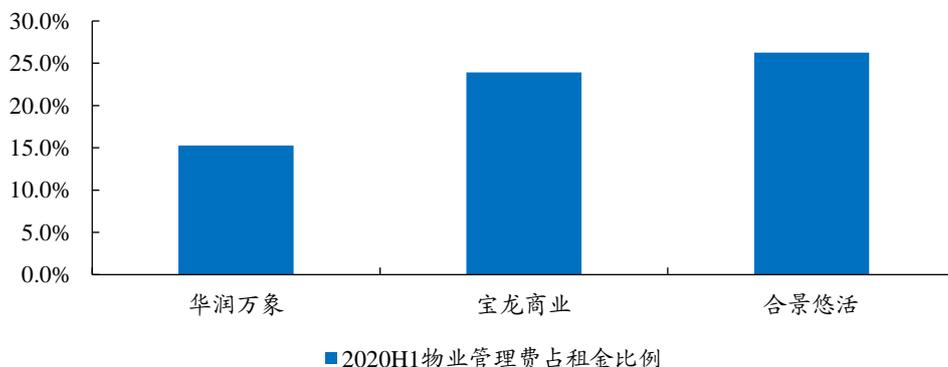
图23: 三家公司商业运营收入对比 (2020H1)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (备注: 合景悠活仅披露 2020 年 1-4 月数据, 此处换算成半年度数据, 此外开业前管理收入并入商业运营服务中)

考虑到商场租金收取也是按照每平方米计准的固定费用模式, 尽管商管类公司物管合同周期在 1-3 年, 调整频率更低一些, 但商业物业管理服务收入和租金之间仍存在一定关系。以华润万象生活为例, 2020H1 公司来自华润置地的购物中心项目产生的物业管理费 5.94 亿元, 同期华润置地购物中心租金收入 38.88 亿元, 则物业费占租金收入的比例为 15%; 同期宝龙商业物业费占租金收入的 24%, 合景悠活占比达 26%, 不同公司物业费收取比例不同, 我们认为这与商场的地理位置、品牌定位等因素都相关。同时目前商管公司主要承接的项目来自于兄弟地产公司, 因此这部分费用占比相对较高, 未来随着市场化水平的持续提升, 这部分收入占租金比例或将下滑, 但基本可以维持在纯租金收入的 15%-25% 区间内。

图24: 三家商管公司商业部分物业管理费占租金收入比例较为可观 (2020H1)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (备注合景悠活 2020H1 为预测数据, 包括写字楼口径)

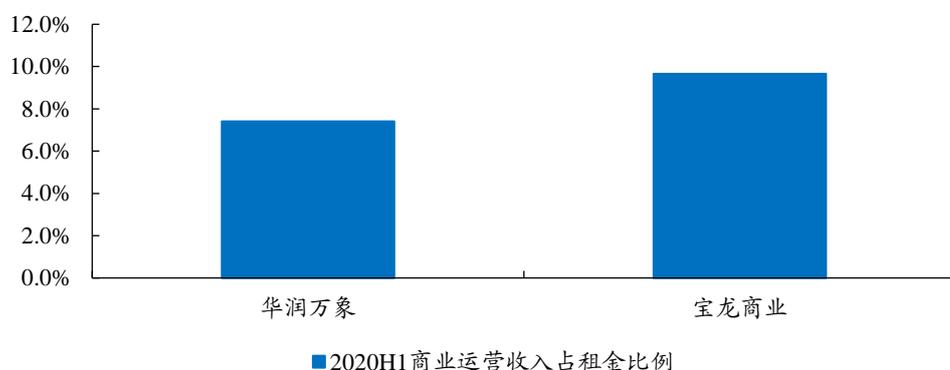
## ➤ 商业运营收入

商业最为核心的是持续高效运营的能力，为使得商管公司和商场持有者能形成一致利益体，商管公司收取的商业运营收入与商场的经营表现密切相关，直接体现在与商户的零售额、商场的租金存在正相关关系。比如，华润万象的佣金制服务费最高是按照租金的5%收取，此外还有一些固定费用，最终其商业运营收入占租金比例在7.4%；宝龙商业该比例在9.7%；合景悠活该比例较高，主要源于商业运营收入口径中囊括了开业前收取的一次性管理费（租户招揽服务每平方米250-330元），同时口径涵盖了写字楼口径，按其公告口径，商场的运营服务为年度租金的10%-20%，就写字楼，租户管理服务为成本加15%-20%利润。

我们认为从中长期看，商业运营收入占租金收入的比例在10%是一个可持续的费率。运营费率大致与服务内容、商场整体规模相关。商场越大，其在运营管理过程中各区域、业务能够产生的协同效应可能性也更高，费率一般更低；同时运营管理涵盖服务内容众多，更全面的服务体系费率自然更高些。

尽管整体来看，商业运营服务收入占租金收入的比例较高，但专业的运营管理输出对商业的运营表现、以及最终的商场价值均会产生十分明显的影响，比如需要持续根据消费者行为去进行租户结构的调整等等。商场持有者也愿意支付这样的费率确保商场运营持续高效。未来随着轻资产模式的持续推进，优质的商业运营能力将更为珍贵。

图25：两家商管公司商业部分商业运营费占租金收入比例较为可观（2020H1）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们对一个商业项目进行物业运营收入的模拟，假设该项目规划建面10万平米，单位面积租金水平为50元/平米/月，出租率为95%，则全年纯租金收入为5700万元。

核心假设：

- (1) 单位商业物业管理费是租金收入的20%，即10元/平米/月；
- (2) 商业运营服务是租金收入的10%；
- (3) 开业前筹备管理收入保守按250元/平米计算（合景悠活的租户招揽服务收费为250-330元/平米）

则该项目商业物业管理收入、运营服务收入、开业前筹备收入分别为1200亿元、570亿元、2500亿元，整体的商业管理收入合计达4270亿元，占纯租金收入的75%；

其中，开业前筹备收入为一次性收费，若仅考虑可持续的收入情况，则管理、运营收入仍达 1770 亿元，占纯租金收入的 31%左右。

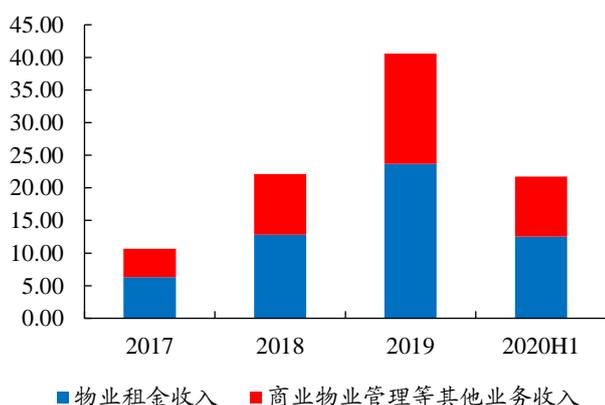
表8: 典型商业项目物管收入占纯租金收入的 75%

规划建面 (万平方米)	10
单位租金收入 (元/平米/月)	50
出租率	95%
纯租金收入 (万元)	5700
单位物管费 (元/平米/月)	10
商业物业管理收入 (万元)	1200
商业运营服务收入 (万元)	570
开业前筹备收入 (万元): 一次性费用	2500
<b>商业物管收入合计 (万元)</b>	<b>4270</b>
<b>占纯租金收入的比例</b>	<b>75%</b>

数据来源: 开源证券研究所

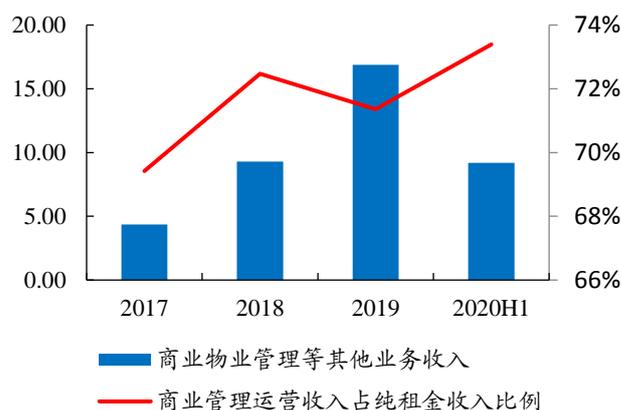
以新城控股的吾悦广场为例，2019 年全年实现租金及管理费收入 40.69 亿元，其中纯租金收入 23.66 亿元，商业物业管理、运营等收入达 16.89 亿元。商业物业管理运营收入是纯租金收入的 71%，是整体租金及管理费收入的 41%，这与我们测算结果相近。

图26: 新城控股商业租金收入持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图27: 新城控股商业管理运营收入占纯租金 71%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 1.3、公建类物业: 规模大, 项目订单式, 盈利能力一般

#### 1.3.1、行业现状: “放管服”改革持续深化, 物管公司服务边界扩大

近年来, 物管服务水平持续提升, 政府持续深化“放管服”改革。在机关事业单位后勤社会化改革的政策红利下, 越来越多的物业服务公司顺势持续拓展政府机关、国企混改、“三供一业”、城市服务、高速公路、乡镇服务、市政环卫、场馆、

交通枢纽、景区等领域。

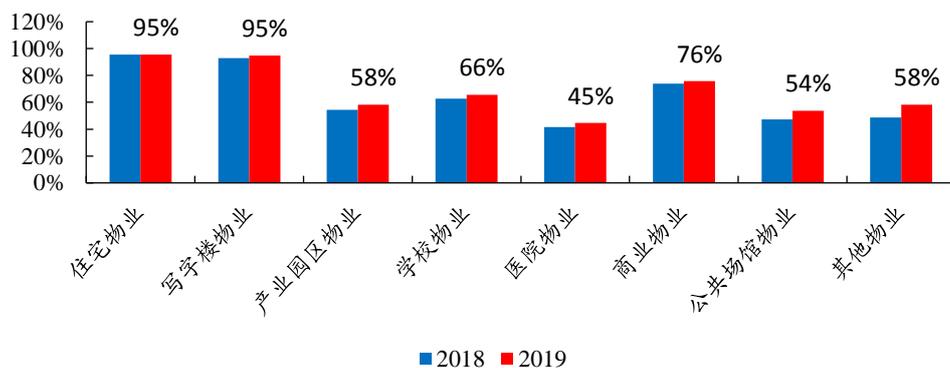
图28: 公建类项目涵盖领域众多



资料来源: 保利物业官网

1月5日, 住建部、发改委、银保监会等十部委发布《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》, 政策一方面推动市场化定价机制, 鼓励增值服务持续探索, 同时也鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸。

图29: 500强企业布局各细分业态比例均有上升



数据来源: 《2020物业服务企业综合实力测评报告》、开源证券研究所

### 1.3.2、盈利模式: 面积大、利润率低, 运营能力与资源禀赋是最重要抓手

从项目类别看, 公建类项目具备覆盖面积大、利润率低的特点, 物业公司对公建类项目兴趣浓厚, 一方面, 尽管利润率较低, 但其项目体量足够大, 收费往往是订单式收费, 因此对利润增厚有明显效应。此外, 公建类项目往往能增强与政府机构的粘性, 同时能够延长自身的服务界限, 为远期成长增强驱动力。

公建类项目的获取主要需要两大要素, 一是: 具备较强的运营服务能力, 对公

建类项目的物业管理具备丰富经验，比如新大正；二是：具备一定资源禀赋的物业公司，可以获得政府机构的信任，比如三四线城市布局较多的碧桂园服务，以及央企背景的保利物业等。

**公建类项目政府对物管公司服务品质具备一定约束力。**对于公建类项目物业管理所需的服务内容，我们以重庆市人民检察院物管服务的招标文件为例。我们注意到招标文件引入月度打分机制，根据“标准化管理”、“人员管理”、“设施设备维护管理”等方面制定具体打分细则，每月支付的物管费与实际考核分数挂钩，且一旦出现连续低分情况，政府机构有权力缓缴物业费甚至单方面解决合同。

**表9: 重庆市人民检察院物业管理服务招标细则**

项目名称	重庆市人民检察院物业管理服务
最高限价(万元)	1500
最高限价(万元/年)	500
投标保证金(万元)	20
期限	服务期3年，一年一签合同
考核方式	每月考核满分为100分，每月实际支付物业服务费与考核分值挂钩，具体计算公式为：每月实际支付服务费金额=“每月应付服务费”×(100-考核扣分)%
惩罚机制	物业服务公司工作不负责或达不到合同约定内容和要求，月扣分合计超过20分的，当月物业服务费暂不支付，次月扣分合计未超过20分，与次月物业服务费一并支付；两月扣分合计均超过20分，两月物业服务费暂不支付，第三月扣分合计未超过20分，与第三月物业服务费一并支付；连续三个月扣分合计超过20分，采购方有权单方面解除合同，不支付相应月份的物业服务费，并要求中标人承担相应损失。

资料来源：重庆市政府采购中心《政府采购招标文件：重庆市人民检察院物业管理服务》、开源证券研究所

**公建类项目服务内容较为常规。**公建类服务同样需要基础的保洁、工程、安保服务，此外还有一些会议服务，同时可以定制政府特需的专业化服务，但整体来看，公建类项目开展并不需要独特的能力、技术，考察的仍是物管公司常规业务的服务品质。

**表10: 重庆市人民检察院物业管理服务涉及领域广泛**

物业服务主题	服务内容	人员配置
会议服务	主要完成会议、接待等任务。物业公司根据采购方的要求，提供会议服务，包括会场布置、会中服务、会后整理。	8
安保服务	门岗24小时值班，大楼范围配有巡逻岗，大楼区域、停车库等部位每天定时巡查，重大会议及接待工作根据需要提供相关勤务协助工作等	39
工程服务	房屋建筑本体及配套设施的维修、养护和管理；设施设备的运行管理和日常维护；	13
保洁服务	服务区域日常定期或不定期清扫，全方位保洁，环境卫生无死角	27
特约服务	物业公司针对采购方物业服务需求实际，可在上述服务内容外，提供其它特约服务供采购方选购，双方协商价格，由采购方另行付费。	-

资料来源：重庆市政府采购中心《政府采购招标文件：重庆市人民检察院物业管理服务》、开源证券研究所

此外，社会性项目上，以保利物业2016年入驻西塘景区为例，保利物业在景区环境秩序的管理、保洁管理、经营户监管、风貌管理、安全管理等方面积极行动，

凭借专业的服务水平、踏实的服务态度，双方合作程度持续加深，2020年9月8日，保利物业成功中标西塘全域化服务项目，从单一到全域，表明西塘对公司服务品质的深度认可。

图30: 整改后西塘景区保洁管理改善颇多



资料来源：青岛保利中心微信公众号《和院实力第二辑：当西塘古镇遇上保利物业》

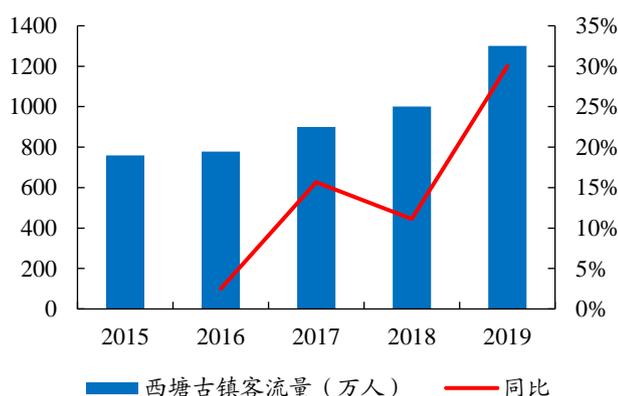
图31: 整改后西塘景区安全管理改善颇多



资料来源：青岛保利中心微信公众号《和院实力第二辑：当西塘古镇遇上保利物业》

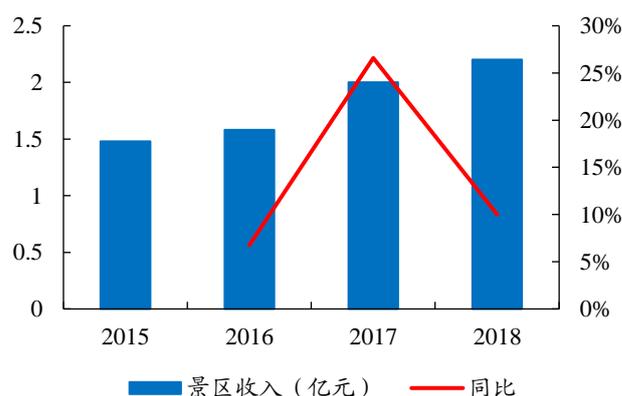
**保利物业对西塘景区管理成果显著。**在保利物业入驻景区期间，西塘古镇景区的商户营业执照完成率高达99.97%，共劝离4900户流动商贩，排除5130处安全隐患。景区客流量从2015年的759万人次持续提升至2019年的1300万人次，年均复合增速14%，景区收入也从2015年的1.48亿元稳步提升至2018年的2.2亿元，景区也从4A升级为5A。

图32: 西塘古镇景区客流量稳步增长



数据来源：保利物业微信公众号、开源证券研究所

图33: 西塘古镇景区收入稳步增长



数据来源：保利物业微信公众号、开源证券研究所

公司通过西塘景区项目成功探索出可行、可持续、可复制的社会治理模式。此后公司又成功签约了天凝镇、大云镇、陶庄镇，金华、罗店等乡镇公共服务、综合治理项目，截至2020年上半年，保利物业已进驻城镇项目近30个，累计在管公共

服务项目达 308 个。

图34: 保利物业获取的公众类项目众多



资料来源:《保利物业在浙江》微信公众号

## 2、空间测算：行业空间近 2.3 万亿元

### 2.1、房屋物管空间测算（剔除公建类）：远期市场空间近 2 万亿

根据中指院及智研咨询数据，2018 年全国物业管理面积达 204 亿平米，且每年新增物业管理面积量，与当年的房屋竣工面积呈现正相关性，2010-2018 年每年管理面积增量与当期竣工面积比例均值在 99%，因此大致可测算出 2020 年全国物业管理面积达 223 亿平米。

2010-2018 年期间住宅、非住宅竣工面积比例为 3: 1，因此我们假定物业管理面积二者比例也为 3: 1，则住宅、非住宅物业管理面积分别为 167、56 亿平米。根据住宅、非住宅物管费均值 2.5、4.5 元/平米/月分别测算，则住宅、非住宅的基础物业管理收入分别为 5011、3007 亿元，累计基础物管收入规模 8018 亿元。

从百强企业营收结构来看，2019 年基础物管服务、增值服务占比分别为 79%、21%。假定目前行业基础物管服务与增值服务收入比例在 80%: 20%，则增值服务收入达 2004 亿元，2020 年房屋物业服务收入（除公建类）达 10022 亿元，市场空间较大。

表11: 2020 年全国物业管理面积预计为 223 亿平方米

年份	全国物业管理面积 (亿平米)	物业管理面积增量 (亿平米)	竣工面积 (亿平米)	住宅竣工面积 (亿平米)	非住宅竣工面 积 (亿平米)	管理面积增量/竣工面 积
2010	124	7.0	7.9	6.1	1.8	89%
2011	134	10.0	9.3	7.2	2.1	108%

年份	全国物业管理面积 (亿平米)	物业管理面积增量 (亿平米)	竣工面积 (亿平米)	住宅竣工面积 (亿平米)	非住宅竣工面 积 (亿平米)	管理面积增量/竣工面 积
2012	144	10.0	9.9	7.9	2.0	101%
2013	154	10.0	10.1	7.9	2.3	99%
2014	164	10.0	10.7	8.1	2.7	93%
2015	175	11.0	10.0	7.4	2.6	110%
2016	185	10.0	10.6	7.7	2.9	94%
2017	195	10.0	10.1	7.2	3.0	99%
2018	204	9.0	9.4	6.6	2.8	96%
<b>2019E</b>	<b>214</b>	<b>9.6</b>	<b>9.6</b>	<b>6.8</b>	<b>2.8</b>	<b>100%</b>
<b>2020E</b>	<b>223</b>	<b>9.1</b>	<b>9.1</b>	<b>6.6</b>	<b>2.5</b>	<b>100%</b>

数据来源: Wind、开源证券研究所

**当前物管服务的覆盖率仍处于较低水平。**我们认为,目前城镇化水平仍有提升空间,老旧小区持续改造下,物业管理服务的普及率也会进一步提升。2019年我国总人口14亿人,城镇化率60.6%,人均住房面积39.8平方米/人,则可测算出住宅存量市场规模达337.7亿平方米,而根据我们此前的预测,住宅领域物管面积仅167亿平方米,则物管服务渗透率仅49%。

**表12: 当前住宅物管服务渗透率仅49%**

项目	数量
总人口 (亿): 2019	14
城市化率: 2019	60.6%
城镇人均住房建筑面积 (平米/人): 2019	39.8
住宅存量市场 (亿平米)	337.7
<b>当期物管服务渗透率</b>	<b>49%</b>

数据来源: Wind、开源证券研究所

### 远期房屋物管服务总收入将近2万亿元体量。

(1) 从远期看,假定总人口稳定在目前水平,人均住房面积达45平方米/人后接近饱和,物管费上升至2.8元/平米/月,我们设定不同情景下测算住宅物业管理服务收入的规模。当城镇化率达到70%,同时物管服务渗透率达60%,则住宅基础物管服务收入规模可达8891亿元,是目前的1.77倍。

(2) 若增值服务比例从目前20%左右的占比持续提升至40%,则住宅物业管理服务总收入体量将达1.48万亿元;住宅、非住宅管理规模继续维持在3:1,则除公建类的房屋物业服务收入将达1.98万亿元。

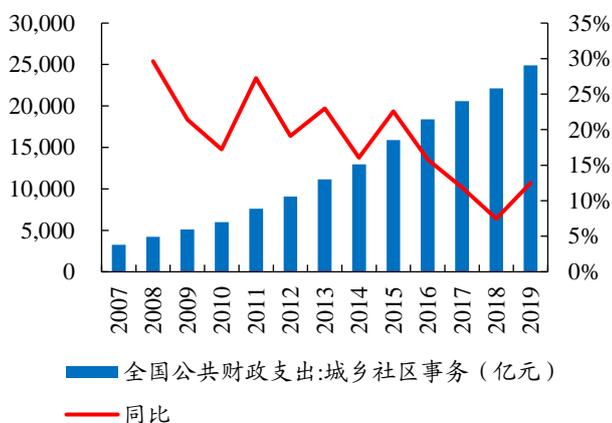
**表13: 住宅领域基础物管服务收入规模弹性较大**

		当期物管服务覆盖率		
		50%	60%	70%
城市化率	65.0%	6880	8256	9631
	70.0%	7409	8891	10372
	75.0%	7938	9526	11113
	80.0%	8467	10161	11854

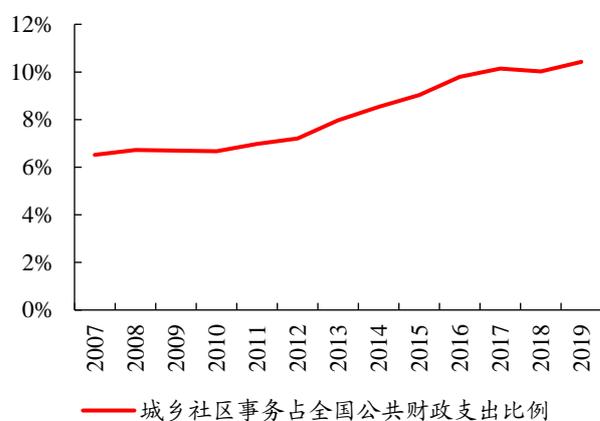
数据来源: 开源证券研究所

## 2.2、公建类物管空间测算: 远期市场空间近 3000 亿元

全国公共财政支出中用于城乡社区事务的比例持续提升。2019 年全国公共财政支出 23.89 万亿元, 同比增长 8%; 其中用于城乡社区事务的支出规模达 2.49 万亿元, 同比增长 13%, 过去 10 年复合增速达 17%, 占全国公共财政支出比例达 10.4%, 且占比从 2010 年后持续提升。城乡社区事务支出的持续提升, 充分体现了政府对基层社区规划、公共设施、环境卫生的重视。

**图35: 城乡社区事务支出规模稳步增长**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图36: 城乡社区事务支出占全国财政支出比例持续提升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

2019 年全国政府采购规模中服务类采购规模 9456 亿元, 同比有所下滑, 但过去 10 年维持在复合增速 33% 水平, 占城乡社区管理支出的 38%。我们假定物管公司在政府服务类采购中的渗透率约 5% (考虑到物管公司近 2 年参与公建类项目趋势明朗, 但起步较晚, 因此渗透率仍然较低), 则公建类项目物管服务收入约 473 亿元。

从远期看, 假设未来城乡社区事务支出达 3 万亿元, 政府服务类采购规模占城乡社区管理支出的 50%, 物管公司渗透率达 20%, 则远期公建类物管服务收入规模将达 3000 亿元。

表14: 公建类项目物管服务收入空间可达 3000 亿元

项目	数量
全国公共财政支出: 城乡社区事务 (亿元)	30000
政府服务类采购规模占城乡社区事务比例	50%
物管公司渗透率	20%
<b>公建类物管服务收入 (亿元)</b>	<b>3000</b>

数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、物管估值探究: 业务平台化、场景社会化

#### 3.1、横向业务平台化延展

平台型公司，业绩增长不再是估值驱动之锚。我们认为，成长性佳并非是物管行业可以持续享受高估值的长期逻辑，行业进入成熟期后增速中枢下移是确定性趋势。业主增值服务业务赋予了物业公司类消费的行业属性，对标优质消费龙头股、平台型公司，个股的增速并非想象得那么可观，但市场仍然给予较高的估值。

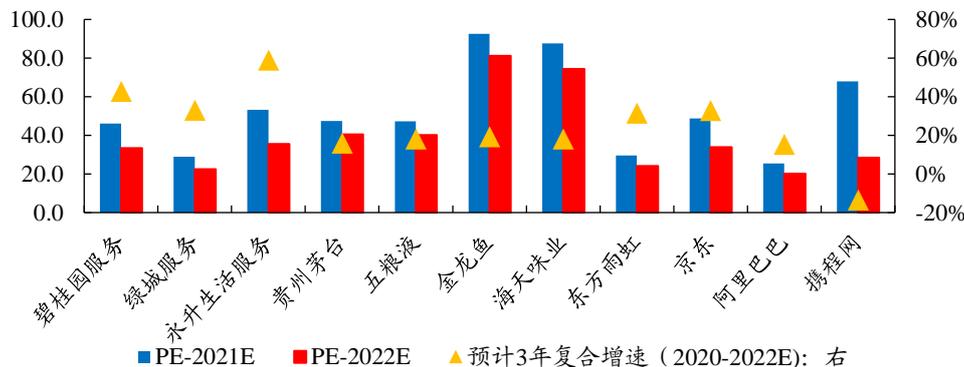
未来，物管公司进入成熟期后，平台上可以开展多类别的社区增值服务业务，呈现百花齐放局面，那么即使业绩增速下行，但可持续的稳定运营表现也可以得到市场青睐。

图37: 绿城增值服务 APP 界面



资料来源: 绿城服务 APP、开源证券研究所

图38: 平台&消费型公司估值并非以业绩增长为锚



数据来源: Wind、开源证券研究所

我们认为社区增值服务中，房屋经纪服务，美居业务、社区团购业务是公司增值服务可以做大做强的主要业务方向。

基于远期场景下，行业内可以出现市占率达 10%的物管公司，我们对这三大业务分别进行测算：

**对于房屋经纪业务，**

- 假设 1: 根据 SOHO 中国估计，我国存量房整体价值超 400 万亿元，房屋流通率约 2%；
- 假设 2: 未来业主在该物业管理平台开展业务的渗透率为 10%；
- 假设 3: 买卖佣金费率 2%；
- 假设 4: 经纪收入中买卖佣金与租赁佣金占比 10: 1；

则房屋买卖 GMV 可达 800 亿元，买卖佣金收入 16 亿元，房屋经纪收入达 17.6 亿元。

表15: 房屋经纪业务收入空间达 17.6 亿元

	房屋流通率	存量房屋价值 (万亿元)	物业公司市占率	业主渗透率	房屋买卖 GMV (亿元)	佣金费率	房屋买卖收入 (亿元)	房屋经纪服务收入 (亿元)
房屋经纪业务	2%	400	10%	10%	800	2%	16.0	17.6

数据来源: 开源证券研究所

对于美居业务，我们认为装修本身需要较多的专业门槛，对于施工团队，公司可以采用集采方式合作；而原材料、产品方面，则更多是基于外部品牌的资源嫁接，未来物管公司强大的 C 端客群，使得外部品牌愿意在物管公司平台上去开放端口，业主在产品价格端享受到优惠，物业公司获取返点收益，外部品牌获得流量资源。

- 假设 1: 我国房屋流通率约 2%，流通时再装修比例 50%；存量房屋翻新周期 20 年；存量房屋面积 337.7 亿平米（测算见 2.1 章节）；
- 假设 2: 未来业主在该物业管理平台开展业务的渗透率为 10%；
- 假设 3: 装修客单价 2000 元/平米；
- 假设 4: 引入外界品牌可获得的佣金率 10%；

则房屋装修面积 19.9 亿平米，美居收入可达 39.8 亿元，这一块成本端相对较少，利润率非常可观。

**表16: 美居业务空间达 39.8 亿元**

	房屋流通率	流通时装修比例	存量房屋翻新年限 (年)	装修面积 (亿平米)	装修客单价 (元/平米)	物业公司市占率	业主渗透率	佣金率	美居收入 (亿元)
美居业务	2%	50%	20	19.9	2000	10%	10%	10%	39.8

数据来源: 开源证券研究所

社区团购业务方面，

- 假设 1: 存量房屋面积 337.7 亿平米，对应人均住宅面积 40 平米，户均人数 3 人；
- 假设 2: 未来业主在该物业管理平台开展业务的渗透率为 50%；
- 假设 3: 年消费频率 25%，每日户均消费值 40 元；
- 假设 4: 引入外界品牌可获得的佣金率 10%；

则物业公司的社区团购 GMV 可达 514 亿元，佣金收入 51.4 亿元。

**表17: 社区团购业务收入空间达 51.4 亿元**

	社区家庭数 (亿户)	日消费值 (元)	年消费频率	物业公司市占率	业主渗透率	社区团购 GMV	佣金率	社区团购收入 (亿元)
社区团购	2.8	40.00	25%	10%	50%	514	10%	51.4

数据来源: 开源证券研究所

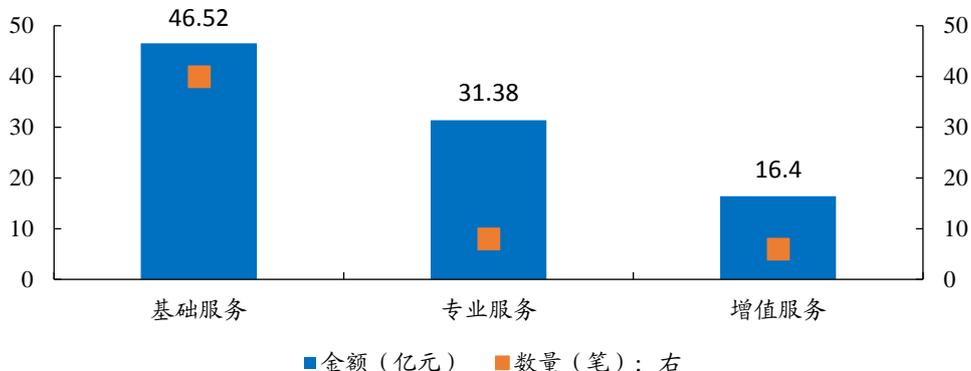
### 3.2、纵向业态城市化转型

物管公司收并购主要围绕扩展管理规模、完善区域布局展开，但 2020 年后物管公司逐渐在多元业务发展上加大尝试力度，将并购场景延展到物管行业下游及其他领域。比如碧桂园服务收购电梯服务领域的溧阳中立电梯，电梯媒体领域的城市纵横及环保领域的满国康洁等方向。

根据中物协数据，2020 年物管行业投资交易总额 94 亿元，同比增长 47%，交易数量 54 笔，同比增长 54%，其中基础服务领域的交易额占比从 2019 年的 93% 持续下降至 2020 年的 49%，基础服务占比的迅速下降主要源于专业服务、增值服务领域

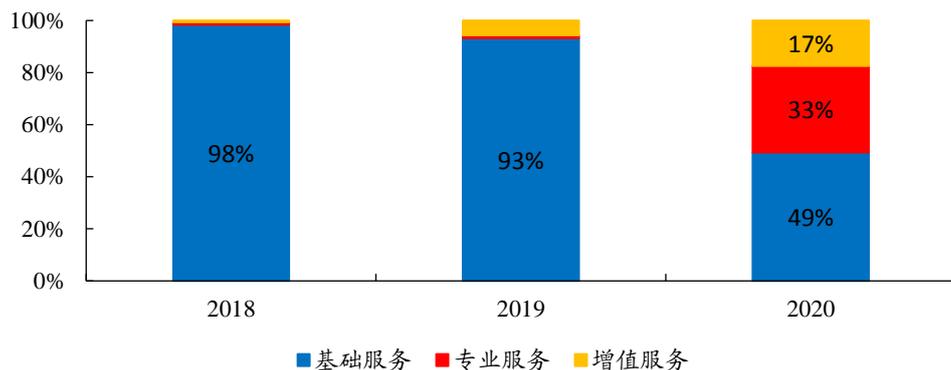
交易规模的迅速崛起，2020年交易额分别为31、16亿元，占比33%、17%。

图39: 2020年物管行业投资交易中基础服务领域占比49%



数据来源: 中物研协、开源证券研究所

图40: 2020年物管行业投资交易中专业服务、增值服务占比大幅提升



数据来源: 中物研协、开源证券研究所 (注: 2019年物管服务交易额包含招商蛇口收购中航善达的13亿元)

龙头公司纵向延展，进军城市服务的第一步就是不断强化及完善城市服务场景下所需要的服务技能。从收购的专业公司来看，目前主要集中在电梯服务、环卫服务等方面。

表18: 2020年部分企业开始加速强化设施设备及城市服务领域的服务能力

收购方	日期	被收购方	收购金额(万元)	股权比例 (%)	类型
中奥到家	2020/12/29	广州诺登	510	100	电梯、安装维修业务
鑫苑服务	2020/12/11	鸿企物业有限公司	1348	100	装修、电梯安装等
碧桂园服务	2020/10/30	福建东飞	37520	60	环卫服务
碧桂园服务	2020/10/14	满国康洁	245000	70	环卫服务
中奥到家	2020/8/1	济南快勤	3966.62	100	保洁、维修服务
中奥到家	2020/5/1	广东华瑞环境工程公司	4000	51	保洁、维修服务

收购方	日期	被收购方	收购金额(万元)	股权比例(%)	类型
碧桂园服务	2020/1/1	溧阳中立电梯	-	60	电梯服务

资料来源：中物研协、开源证券研究所

表19：2020年前十大交易总金额达77亿元

收购方	时间	被收购方	交易金额(万元)	股份占比(%)	PE值	公司类型
碧桂园服务	2020年10月	满国康洁	245000	70	15.90	环卫服务
碧桂园服务	2020年7月	城市纵横	151200	100	10.50	广告服务
融创服务	2020年5月	开元物业	148760	85	23.85	综合类物管
世茂服务	2020年7月	浙大新宇	61470	51	-	学校类物管
融创服务	2020年9月	天津锋物	39050	24	-	住宅类物管主打智慧科技
碧桂园服务	2020年10月	福建东飞	37520	60	12.10	环卫服务
奥园健康	2020年4月	乐生活智慧社区服务	24790	80	13.42	住宅类物管
时代邻里	2020年6月	上海科箭物业	23405	51	16.10	公建类物管
弘阳服务	2020年12月	武汉汇得行精英物业	21600	80	13	综合类物管
合景悠活	2020年12月	广州市润通物业	21440	80	11.65	专注公共服务业态

资料来源：中物研协、开源证券研究所

图41：物管行业业务平台化、场景社会化



资料来源：开源证券研究所

## 4、投资建议

物管公司核心要素在于人，其长期占据消费者心智的核心能力是品质和口碑，中短期成长驱动力在于地产平台给予的支持。随着形态进阶，服务对象不再束缚于小区住宅，物管公司开始切入非住宅领域。在业务平台化、场景社会化趋势下，对

物管公司技术、能力的要求将持续提升。物管市场远期空间足够大，可延伸的业务类型足够多，业务对象的流量潜力大，优秀的物管公司将历久弥坚。重点推荐行业龙头标的碧桂园服务，成长性标的金科服务、新城悦服务、永升生活服务；受益标的包括宝龙商业、华润万象生活。

**表20: 主要物管公司 PE 估值对比**

代码	公司	总市值 (亿 RMB)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速			PE			评级
			2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
6098.HK	碧桂园服务	1550	16.7	22.9	30.6	40.8	37%	34%	33%	68	51	38	买入
6666.HK	恒大物业	1550	9.3	26.0	39.1	58.6	180%	50%	50%	60	40	26	-
1209.HK	华润万象生活	777	3.6	7.1	13.8	18.2	93%	95%	32%	110	56	43	-
1516.HK	融创服务控股	565	2.7	5.8	12.2	19.8	114%	111%	62%	98	46	29	-
9666.HK	金科服务	388	3.7	6.1	10.1	14.3	66%	65%	42%	64	39	27	买入
3319.HK	雅生活服务	377	12.3	17.2	22.8	28.9	40%	32%	27%	22	17	13	-
1995.HK	永升生活	312	2.2	3.8	5.7	8.5	70%	51%	48%	82	54	37	买入
0873.HK	世茂服务	269	3.8	7.2	12.7	19.1	87%	77%	50%	37	21	14	-
6049.HK	保利物业	270	4.9	7.0	9.4	12.7	42%	36%	34%	39	29	21	买入
2869.HK	绿城服务	235	4.8	6.7	8.7	11.2	41%	29%	29%	35	27	21	-
001914.SZ	招商积余	205	2.9	5.9	8.2	10.9	105%	40%	33%	35	25	19	-
1755.HK	新城悦服务	138	2.8	4.2	6.3	9.3	48%	50%	49%	33	22	15	买入
2669.HK	中海物业	132	4.8	5.6	7.3	8.8	17%	29%	21%	23	18	15	-
3913.HK	合景悠活	138	1.8	3.3	6.1	9.6	78%	87%	57%	42	22	14	-
9909.HK	宝龙商业	124	1.8	3.0	4.2	5.8	66%	43%	36%	42	29	21	-
002968.SZ	新大正	55	1.0	1.3	1.8	2.2	28%	31%	26%	41	31	25	-
2606.HK	蓝光嘉宝	56	4.3	5.8	7.8	10.5	35%	35%	34%	10	7	5	-
3662.HK	奥园健康	30	1.6	2.5	3.8	5.0	55%	52%	31%	12	8	6	-
603506.SH	南都物业	27	1.1	1.5	1.9	2.3	28%	27%	23%	19	15	12	买入

数据来源: Wind、开源证券研究所 (蓝色为未覆盖公司, 使用 wind 一致预期, 汇率使用 2021 年 1 月 31 日: 1 港币对应 0.83 人民币)

## 5、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；

(4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动；企业收并购存在误判风险。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn