

# 房地产

证券研究报告

2021年05月13日

## 物管规模再创新高，业绩高速增长有望延续 ——物管 2020 年报总结

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517110001

chentiancheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:土地市场持续降温,楼市因城施策——房地产土地周报 0509》2021-05-09
- 2 《房地产-行业研究周报:小长假楼市成交不及预期,学区房炒作或成调控重点——房地产销售周报 0509》2021-05-09
- 3 《房地产-行业专题研究:行业整体业绩增速下移,毛利率下行,杠杆率有待进一步下降——开发类房企 2020 年报总结》2021-05-03

**业绩呈高速增长态势、收入利润同步提升:**截至 2020 年底,28 家上市物业管理公司合计实现营业收入 1215.8 亿元,同比增长 40.1%,增速比 2019 年提升 1.1pct;归母净利润约 170.9 亿元,同比增长 68.1%,增速较 19 年同期增加 19.9pct。虽受 20 年上半年疫情的影响,物管公司各项经营活动略有延后,但全年来看收入端依然维持较高增长。得益于疫情期间社保减免、补贴等相关政策支持,以及疫情防控下对于社区增值服务需求的促进,物管公司全年录得利润端增速显著高于收入端,实现增收增利的双向增长,收入和利润同步提升。

**盈利能力逐年改善、运营指标进一步优化:**2020 年 28 家上市物管公司平均毛利率为 28.0%,YOY+2.4pct。从历年趋势来看,上市物管公司毛利率呈逐年稳步提升态势,2017-2020 年期间毛利率累计提升近 5.2 个百分点。毛利率的提升得益于物管公司近几年在规模增长的同时不断优化组织结构和人员配置,人员成本下降显著,期内人力成本在营收中的平均占比为 43.6%,较上年同期下降 5.7pct;平均 SA&G 费率较上年同期下降 0.8pct 至 9.5%;得益于管理效率不断提升,上市物管公司盈利能力持续向好,全年归母净利润率达 14.1%,较上年同期提升 2.3pct;全年人均效能达 6997 平方米/人,较 2019 年的 6348 平方米/人有所提升。物管公司在区域拓展策略上,更加聚焦优势区域,有利于提升项目密度,优化人员使用效率,未来物管行业在集中度提升趋势之下,整体人均效能仍有较大提升空间。

**物管规模再创新高、业绩高速增长有望延续:**上市物业公司管理面积不断突破,截止 2020 年底,28 家上市物管公司整体平均在管面积约为 1.41 亿平米,YOY+35.8%,在管面积在 1 亿平米以上的有 17 家。其中,碧桂园服务、保利物业、雅生活服务、彩生活、恒大物业在管面积已突破 3 亿平米;绿城服务在管面积突破 2 亿平米;招商积余、永升生活服务、中海物业、金科服务及华润万象生活等在管面积均突破 1 亿平米。考虑到 20 年上半年受疫情影响,项目交付节奏应有所延后,收并购项目在疫情影响下进展相对延滞。从全年数据来看,在管面积增速整体仍维持较高的增长。一方面得益于疫情得到有效控制以来,房企及物管公司各项经营活动恢复较为迅速;另一方面行业整合的加剧及上市物管公司充沛的现金流也将促使管理面积加速向头部公司集中。我们认为疫情对于房地产各项经营活动的延后效应依然存在,同时随着房企竣工交付高峰期的到来,物业公司未来年度业绩的高速增长有望延续。

**独立拓展能力增强、第三方面积占比稳步提升:**截止 2020 年底,可跟踪的 21 家物管公司中,第三方在管面积净增加约 6.43 亿平米,增量较 2019 年末提升 2.41 亿平米,对应增幅为+60.1%。整体第三方在管面积占比约 51.4%,比重逐年提升。第三方在管面积占比超过 50%的上市物管公司包括永升生活服务、保利物业、绿城服务、雅生活服务、世茂服务等 11 家公司;第三方占比较低的为碧桂园服务、恒大物业及华润万象生活,占比均在 30%以下。整体来看,上市物管公司独立外拓能力有所增强,随着主流公司对规模扩张的强烈诉求,寻求第三方项目输出管理服务将成为行业下一阶段发展的重心。

**多元化外拓持续推进、非住宅业态增速显著:**19 家可跟踪物管公司中,20 年住宅业态、非住宅业态在管面积分别为 16.32 亿平米、8.05 亿平米,同比分别增加 28.9%、80.6%,非住宅业态在管面积增幅显著高于住宅业态。鉴于非住宅业态较高收费水平的特性,物管公司也更加注重对非住宅业态的拓展,非住宅业态在管面积占比在近几年得以快速提升,由 2018 年的 21.2%的占比迅速提升至 2020 年的 33.0%,管理业态更趋向于多元化。

**投资建议:**物管行业正处于成长初期,我们认为未来随着住宅物管集中度不断提升及非住宅业态潜力不断释放,在管规模将维持高成长性。同时增值服务业态仍在不断探索和丰富之中,未来具备充分的增长空间。短期重点推荐 A 股:招商积余;港股物业管理:保利物业、碧桂园服务、永升生活服务、金科服务、融创服务、新城悦服务、雅生活服务、绿城服务;建议关注:世茂服务、中海物业、华润万象生活、宝龙商业、卓越商企服务、合景悠活。

**风险提示:**物管费收缴不及时,人工成本过快上涨,并购整合不及预期

## 内容目录

1. 物业板块热度不减、行业内估值分化加剧 .....	4
1.1. 板块整体涨幅居前、个股估值分化加剧 .....	4
1.2. 高业绩增速预期驱动高 PEG 倍数 .....	5
1.3. 南下资金加码、港股通持仓不断增加 .....	6
2. 市场化扩张不断推进、行业发展空间广阔 .....	7
2.1. 物管规模再创新高、业绩高增速有望延续 .....	7
2.2. 独立拓展能力增强、第三方面积占比稳步提升 .....	9
2.3. 多元化外拓持续推进、非住宅业态增速显著 .....	10
2.4. 资本助力完善布局、上下游整合形成闭环 .....	12
2.5. 城市服务为规模扩张带来更大的空间 .....	14
3. 收入结构优化、增值服务持续发力 .....	15
3.1. 业绩呈高增长态势、收入利润同步提升 .....	15
3.2. 基础物管收入和均价温和上涨、占比呈下降趋势 .....	16
3.3. 社区增值服务增速维持高位、占比逐年提升 .....	18
3.4. 非业主增值以协销服务为主、增速下降较为显著 .....	19
4. 降本增效可见成效、盈利能力持续向好 .....	20
4.1. 盈利能力逐年改善、运营指标进一步优化 .....	20
4.2. 基础物管毛利率提升空间显现 .....	23
4.3. 社区增值毛利率变化趋势分化较为明显 .....	24
4.4. 非业主增值服务毛利率提升，毛利占比呈上升趋势 .....	25
5. 投资建议 .....	26
6. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1: 物管整体 PE 与申万子行业 PE 比较 .....	4
图 2: 上市物管公司估值变化情况 (28 家) .....	4
图 3: 上市物管公司年初至今涨跌幅 (28 家) .....	5
图 4: PE/年报的业绩增速 (26 家) .....	5
图 5: A 股物业公司机构季度持股市值及 A 股流通股占比 (市值、亿/人民币) .....	6
图 6: 2020-2021 年港股通季度持股规模及 21 年持股变化 (市值、亿/港币) .....	6
图 7: 2020-2021 年港股上市物管公司港股通季度持股占港股总股数的比例 .....	7
图 8: 上市物管公司在管及合约面积 .....	7
图 9: 2018-2020 年上市物业管理公司在管面积增速 .....	8
图 10: 2018-2020 年上市物业管理公司合约面积增速及合约面积均值 .....	8
图 11: 2018-2020 年上市物管公司合约面积/在管面积 .....	9
图 12: 上市物管公司在管面积中来自第三方面积占比 .....	10
图 13: 上市物管公司第三方的在管面积净增加/总在管面积净增加 (去除负值) .....	10

图 14: 上市物管公司非住宅物业在管面积占比.....	11
图 15: 上市物管公司非住宅物业在管面积净增加占比.....	11
图 16: 部分物管公司非住宅业态面积/第三方面积占比.....	12
图 17: 上市物管公司 2020 年主要收并购事件.....	13
图 18: 碧桂园服务城市服务运营模式演化.....	14
图 19: 上市物管公司公共服务拓展情况.....	14
图 20: 上市物管公司 2020 年营业收入及增速.....	15
图 21: 上市物管公司 2020 年归母净利润及增速.....	15
图 22: 上市物管公司营收增速.....	16
图 23: 上市物管公司归母净利润增速.....	16
图 24: 上市物管公司物业管理服务板块收入增速 (28 家).....	17
图 25: 上市物管公司物业管理服务单价 (元/平米/月、25 家).....	17
图 26: 上市物管公司物业管理服务板块收入占比.....	18
图 27: 上市物管公司社区增值服务板块收入增速 (26 家).....	18
图 28: 上市物管公司社区增值服务板块收入占比 (26 家).....	19
图 29: 上市物管公司非业主增值服务板块收入占比 (19 家).....	19
图 30: 上市物管公司非业主增值服务板块收入增速 (19 家).....	20
图 31: 上市物管公司毛利率 (28 家).....	20
图 32: 上市物管公司人力成本/营收指标 (25 家).....	21
图 33: 上市物管公司 SA&G 费用率 (28 家).....	21
图 34: 上市物管公司归母净利率 (28 家).....	22
图 35: 上市物管公司物业管理服务人均效能 (平方米/人).....	22
图 36: 上市物管公司基础物业管理服务板块毛利率 (25 家).....	23
图 37: 上市物管公司基础物业管理服务板块毛利占比 (25 家).....	23
图 38: 上市物管公司社区增值服务板块毛利率 (23 家).....	24
图 39: 上市物管公司社区增值服务板块毛利占比 (23 家).....	24
图 40: 上市物管公司非业主增值服务板块毛利率 (19 家).....	25
图 41: 上市物管公司非业主增值服务板块毛利占比 (19 家).....	25

## 1. 物业板块热度不减、行业内估值分化加剧

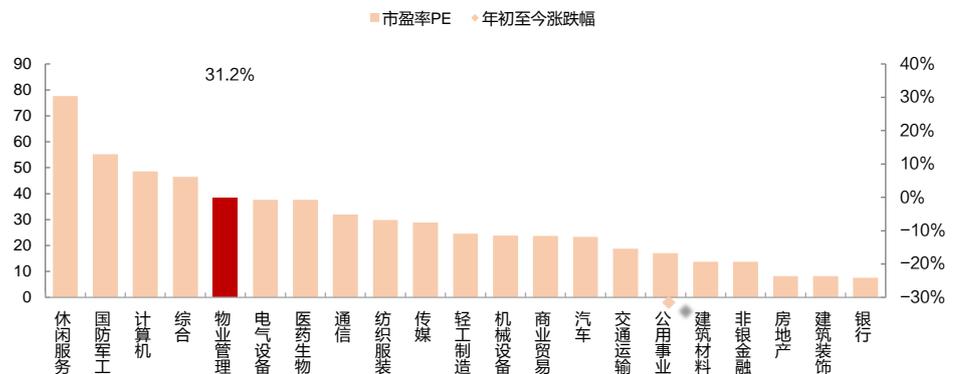
本次年报点评的样本选择：我们剔除上市公司中规模相对较小的物管公司，对碧桂园服务、绿城服务、保利物业等 28 家 A+H 股公司 2020 年全年业绩表现、经营情况等内容进行梳理，由于各个公司数据披露有所差异，不同指标所对应的样本数或有差异，我们将在文中列示用于均值统计的公司数量，并于图表中一并带上样本公司的表现情况。

### 1.1. 板块整体涨幅居前、个股估值分化加剧

2018 年以来物业公司开始批量上市，由于物管行业具备轻资产、盈利稳定、抗通胀等属性，且受益 19-21 年为竣工交付高峰期，业绩成长性较高，受到资本市场热捧，我们统计的 28 家 A+H 股物管公司年初至今累计上涨 31.2%，涨幅居申万各子行业的首位。平均 PE 倍数在过去一年时间里快速提升，截止 2021 年 5 月 7 日，AH 物管公司整体 PE 倍数达 38.3 倍，较 19 年同期 29.8 倍提升 8.5X。与申万各子行业的估值倍数对比，我们统计的 28 家 A+H 股物管公司平均 PE 倍数排在第五位，估值倍数弱于休闲服务、国防军工、计算机及综合板块，高于电气设备、医药生物等子行业。

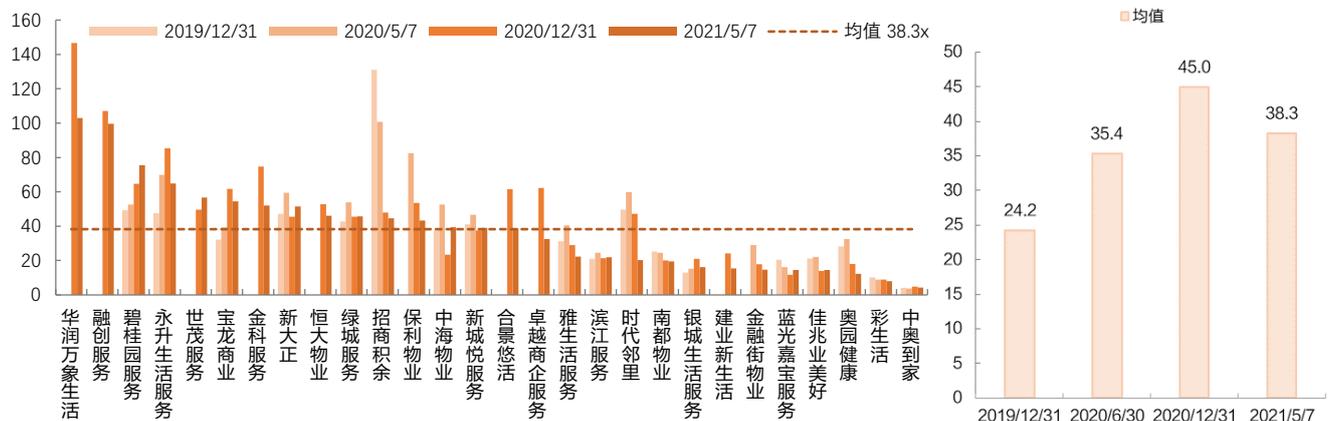
物管板块整体估值提升同时伴随着个股间估值的较大分化。以均值 38.3X 作为分界线，华润万象生活、融创服务、碧桂园服务、永升生活服务、世茂服务、宝龙商业、金科服务、新大正、恒大物业及绿城服务等公司估值高于 38.3X，而雅生活服务、滨江服务、南都物业等公司估值低于 38.3X。从个股估值变化程度来看，碧桂园服务、宝龙商业截止期末估值分别为 75.4X、54.5X，较上年同期分别提升 22.8X、15.2X，提升幅度较高。而招商积余、保利物业及时代邻里则分别下降 56X、39.3X 和 39.6X，估值水平相较 19 年同期下降幅度较大。整体来看，均值以下公司较多的呈现估值向下调整的现象，估值分化加剧。

图 1：物管整体 PE 与申万子行业 PE 比较



资料来源：wind，天风证券研究所

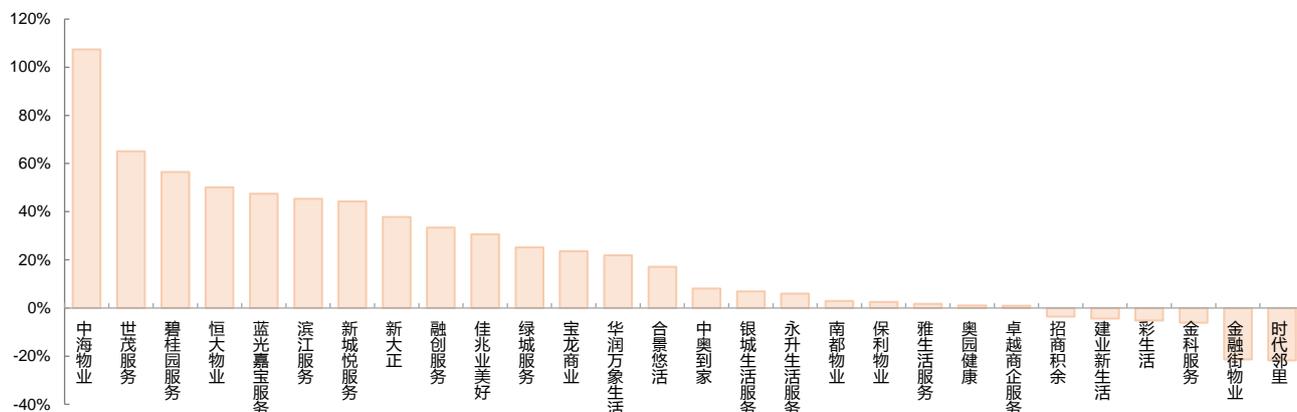
图 2：上市物管公司估值变化情况 (28 家)



资料来源：wind，天风证券研究所

从股价表现来看，涨幅居前的上市物管公司包括中海物业、世茂服务、碧桂园服务和恒大物业，年初至今上涨幅度均超过 50%，分别为 107.4%、65.1%、56.5%、50.1%；而招商积余（-3.6%）、时代邻里（-21.8%）、建业新生活（-4.3%）、金融街物业（-21.4%）、彩生活（-5.2%）和金科服务（-6.1%）均有不同程度的下跌。

图 3：上市物管公司年初至今涨跌幅（28 家）

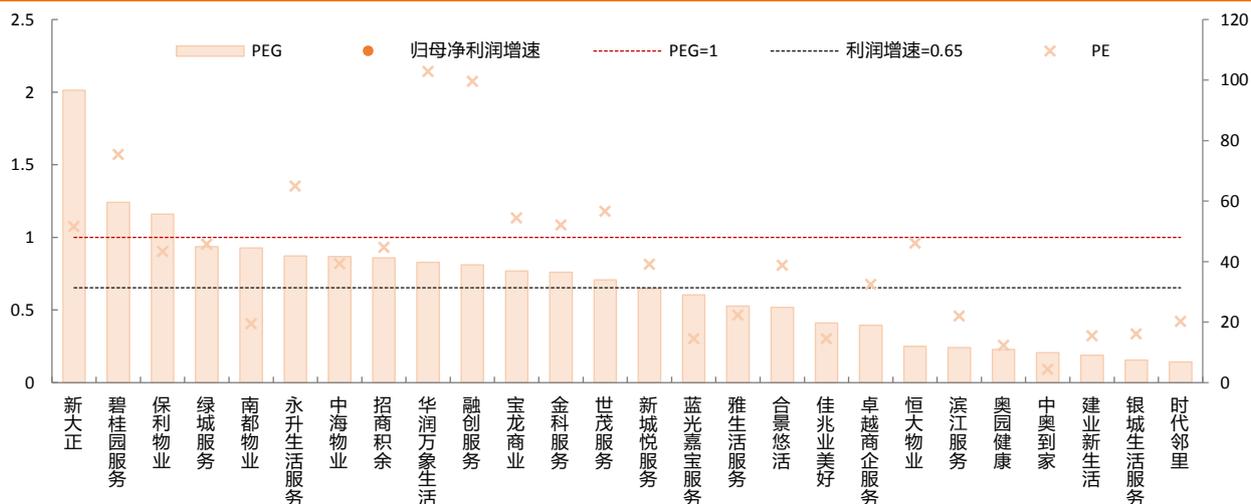


资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.2. 高业绩增速预期驱动高 PEG 倍数

考虑到多数物管公司在未来两到三年仍保持较高业绩增速，我们使用年报业绩集中披露后的 PE 倍数（取全年业绩披露后 5 月 7 日的 26 家物业管理行业上市公司数据）/归母净利润增速，粗略考察各家物管公司的投资潜力，高 PEG 倍数在某种程度上代表市场对公司未来业绩增速的高预期。A 股中的新大正 PEG 倍数遥遥领先，港股碧桂园服务和保利物业两家公司 PEG 倍数均大于 1，而 PEG 倍数越低，说明该股的当前市盈率较低或业绩增速较高，或更具投资价值。PEG 值小于 1 的公司合计 23 家，以归母净利润增速的平均值 65% 计算，由高业绩增速预期驱动的高 PEG 倍数的标的包括碧桂园服务、永升生活服务、华润万象生活、融创服务、宝龙商业、金科服务、世茂服务、新城悦服务及合景悠活等。

图 4：PE/年报的业绩增速（26 家）

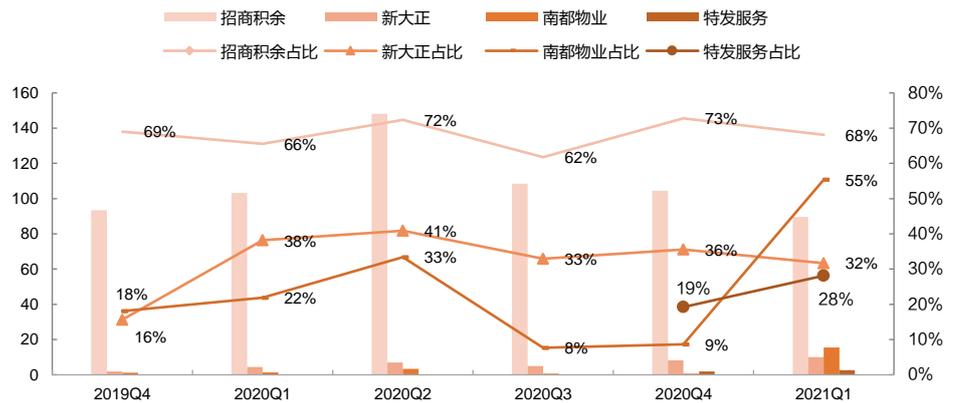


资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.3. 南下资金加码、港股通持仓不断增加

我们选取 A 股 3 家具有代表性的物业上市公司数据进行统计，2021 年 Q1 机构持股物业上市公司总市值为人民币 117.92 亿元，环比增加 2.79 亿元。从具体公司数据来看，一季度机构持股招商积余、新大正市值分别为人民币 89.71、10.16 亿元，比 2020Q4 下降 14.16% 和上升 24.05%，持股市值占 A 股流通股的比例分别下降 4.68pct 和 3.89pct 至 68.11% 和 31.7%；机构持股南都物业市值达人民币 15.44 亿元，持股比例大幅提升 46.72pct 至 55.4% 的占比。整体来看，机构 A 股物业公司持股表现相对平稳，规模上除招商积余外，机构持股体量相对较小，而物业股以港股居多，开通港股通交易的标的也在陆续增加，鉴于港股物业公司今年以来较好的市场表现，对南下资金的吸引力也将逐渐增加。

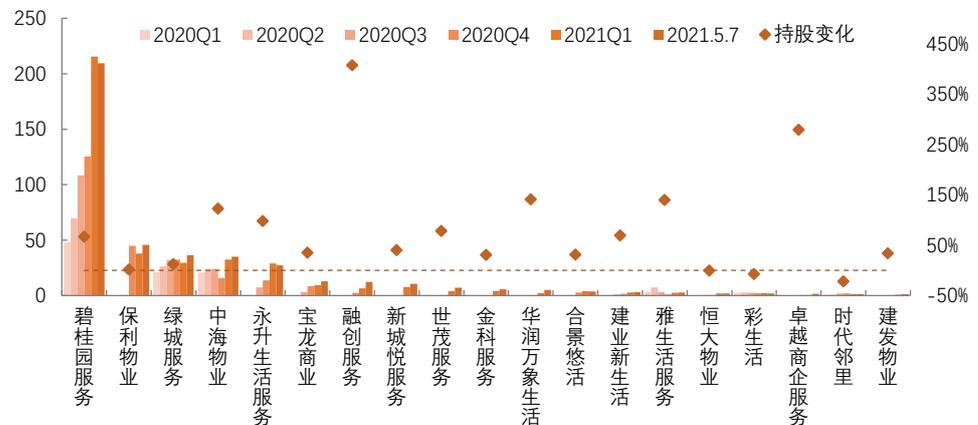
图 5：A 股物业公司机构季度持股市值及 A 股流通股占比（市值、亿/人民币）



资料来源：wind，天风证券研究所

统计的 18 家已加入港股通的物业行业上市公司港股通持股中，除彩生活、时代邻里外（年初以来港股通持股分别下降 7%、22%），均有较大幅度增长，平均持股涨幅为 82.1%。持股规模最大的为碧桂园服务、保利物业、绿城服务、中海物业、永升生活服务，港股通持股分别达到 209.6、45.7、36.4、35.0、27.2 亿港元。其中，融创服务、卓越商企服务、华润万象生活、中海物业、永升生活服务和碧桂园服务的港股通持股比例录得港股通物管上市公司年初以来最大增幅（2020 年 Q4 之后上市的物管公司以 2021 年 Q1 数据作环比），增长幅度达分别达到 4.07、2.79、1.41、1.22、0.98 和 0.67 倍，持仓绝对值净增加港币 9.9、1.1、2.9、19.3、13.5 和 84.1 亿元。整体来看，在板块高增速的驱动下，头部物管公司颇受南下资金青睐，持仓份额呈逐步提升态势。

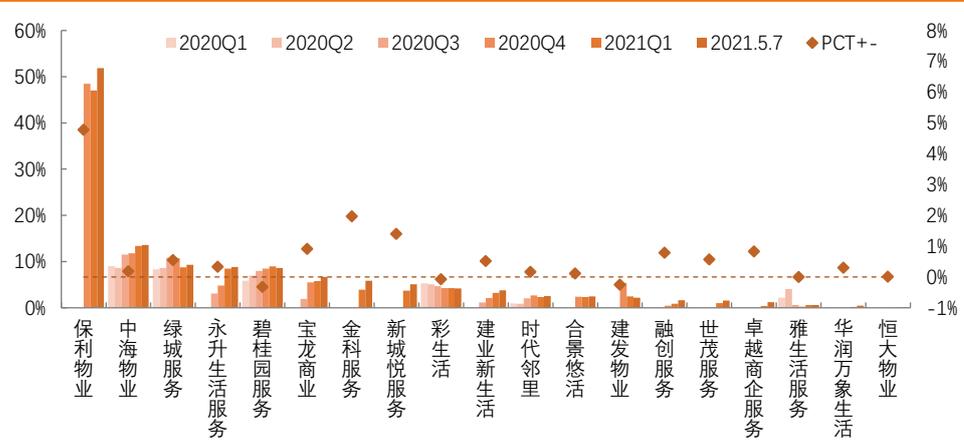
图 6：2020-2021 年港股通季度持股规模及 21 年持股变化（市值、亿/港币）



资料来源：wind，天风证券研究所

港股通持仓份额高于5%的个股分别为保利物业、中海物业、绿城服务、永升生活服务、碧桂园服务、宝龙商业、金科服务及新城悦服务，其中保利物业居首位，持仓股数占港股总股数的51.8%。其次中海物业、绿城服务、永升生活服务、碧桂园服务、宝龙商业、金科服务，港股通持仓占比分别为13.6%、9.3%、8.8%、8.6%、6.7%和5.9%，整体平均持仓比例为6.9%。截至2021年5月7日，保利物业、金科服务及新城悦服务持仓占比较2021年Q1提升较为明显，分别增加4.8、2.0和1.4个百分点。

图7：2020-2021年港股上市物管公司港股通季度持股占港股总股数的比例



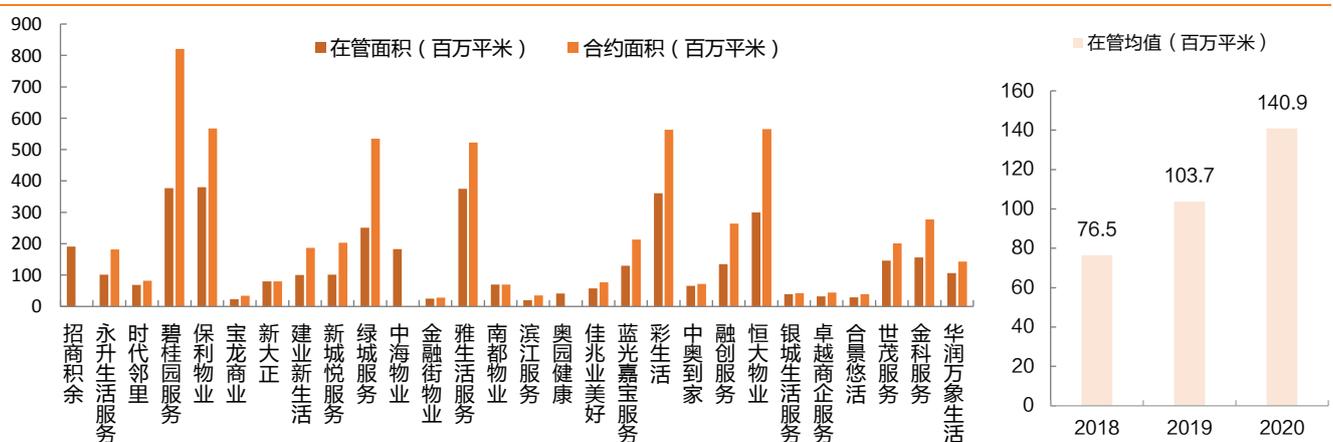
资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 市场化扩张不断推进、行业发展空间广阔

### 2.1. 物管规模再创新高、业绩高增速有望延续

**上市物业公司管理面积不断突破：**截止2020年底，我们所跟踪的28家上市物管公司整体平均在管面积约为1.41亿平米（招商积余无合约面积数据，但平均在管面积测算中包括该公司），YOY+35.8%，增速较2019年末略微收缩0.2pct；其中在管面积在1亿平米以上的有17家，碧桂园服务、保利物业、雅生活服务、彩生活、恒大物业在管面积已经突破3亿平米，绿城服务在管面积突破2亿平米，招商积余、永升生活服务、建业新生活、新城悦服务、中海物业、蓝光嘉宝服务、融创服务、世茂服务、金科服务及华润万象生活在管面积均突破1亿平米。

图8：上市物管公司在管及合约面积

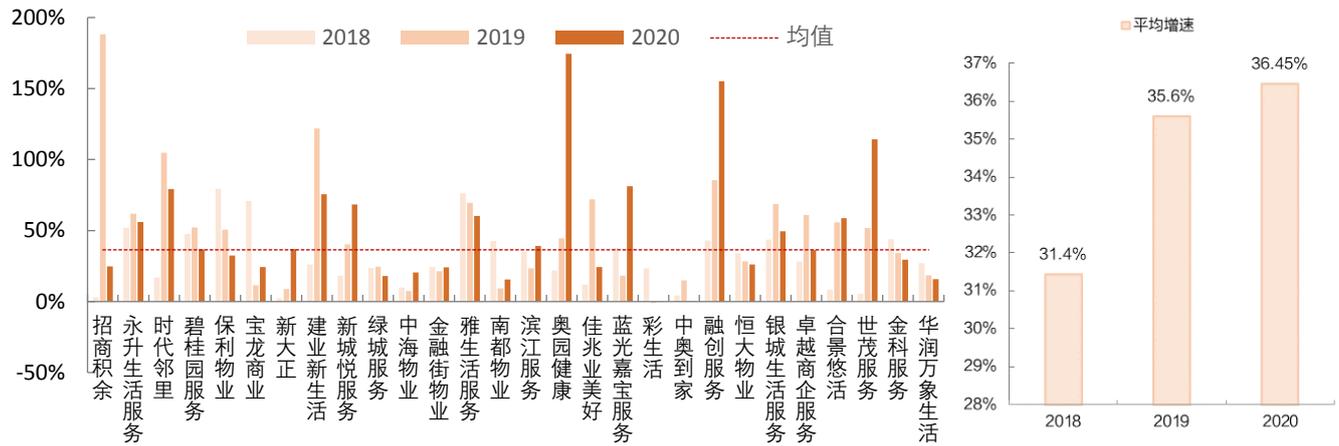


资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

以在管面积增速表现来看，奥园健康、融创服务、世茂服务在管面积增速均高于100%，分别为+174.50%、+155.10%、+114.33%。永升生活服务、建业新生活、新城悦服务、雅生活服务等服务等6家公司在管面积增长超过50%，同比分别上升55.95%、75.49%、68.44%、60.18%。

考虑到 20 年上半年受疫情影响，项目交付节奏应有所延后，收并购项目在疫情影响下进展相对延滞。从全年数据来看，在管面积增速整体仍维持较高的增长，截至 20 年底，上市物管公司平均在管面积增速达到 36.45%（招商积余无合约面积数据，但整体在管面积增速测算中包括该公司），比 2019 年提升 0.85 个百分点。这一方面得益于疫情得到有效控制以来，房企及物管公司各项经营活动恢复较为迅速；另一方面行业整合的加剧及上市物管公司充沛的现金流也将促使管理面积加速向头部物业公司集中。我们认为疫情对于房地产各项经营活动的延后效应依然存在，同时随着房企竣工交付高峰期的到来，物业公司未来年度业绩的高速增长有望延续。

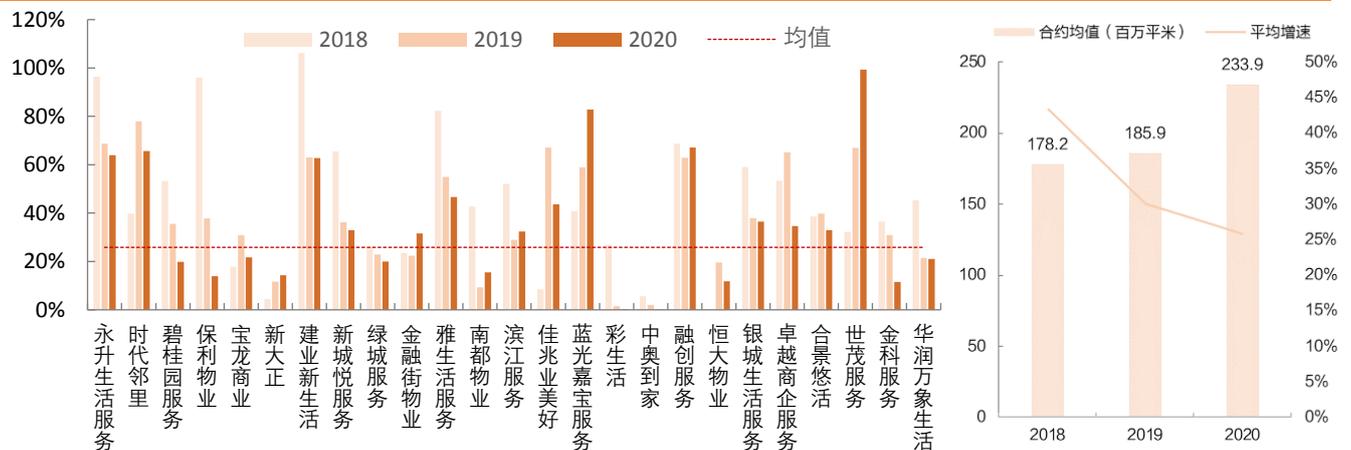
图 9：2018-2020 年上市物业管理公司在管面积增速



资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

**平均合约面积增长 25.83%：**截至 2020 年底，有披露合约面积的 25 家物管公司的整体合约面积约 58.48 亿平米，YOY+25.83%，增速较 2019 年末下降 4.3pct，平均合约面积约 2.34 亿平米。其中合约面积在 1 亿平米以上的物管公司有 14 家，碧桂园服务合约面积 8.21 亿平米；保利物业、绿城服务、雅生活服务、彩生活、恒大物业合约面积突破 5 亿平米；新城悦、蓝光嘉宝、融创服务、世茂服务、金科服务合约面积突破 2 亿平米；永升生活服务、建业新生活合约面积突破 1 亿平米至 1.8 亿平米左右的水平（招商积余及中海物业未披露合约面积，因此在管面积虽突破 1 亿平米，但合约面积无这两家公司的数据）。合约面积增速较高的物管公司有永升生活服务、建业新生活、融创服务、世茂服务等 6 家公司，增速均超过 50%；而对 20 年物业行业合约面积贡献较大的公司有碧桂园服务、雅生活服务、融创服务、世茂服务（分别+1.36、+1.66、+1.06、+1.00 亿平米）。行业全年合约面积增速较 2019 年末增速有所回落，我们认为或源于 20 年初疫情影响，项目拓展进度不及预期，预计未来年度行业合约面积增速将有较好的回升，对在管面积将形成良好的支撑。

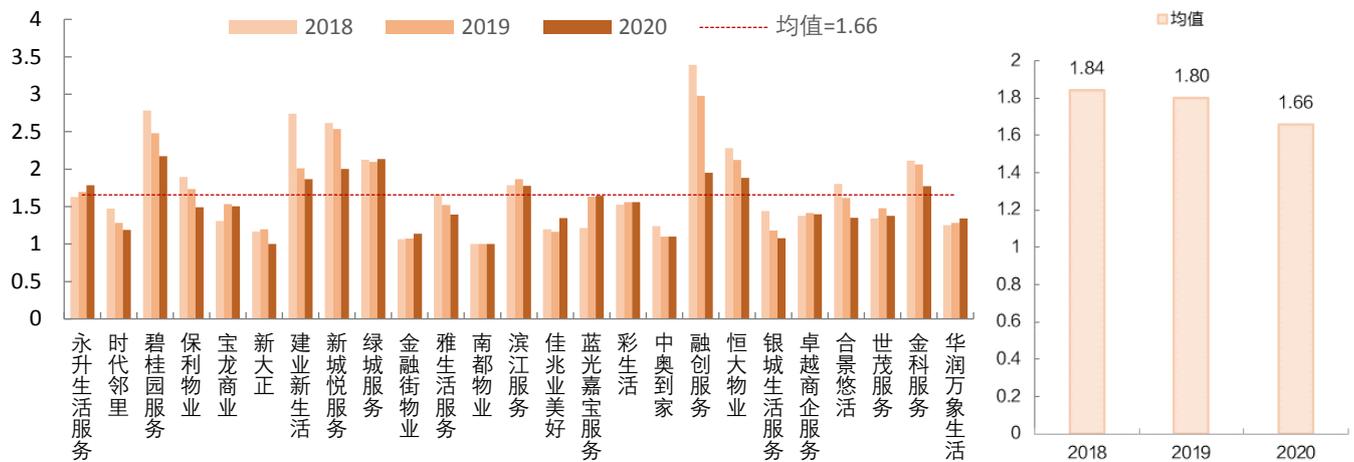
图 10：2018-2020 年上市物业管理公司合约面积增速及合约面积均值



资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

**合约面积/在管面积保持高位：**截止 2020 年底，有披露合约面积的 25 家物管公司合约面积/在管面积约为 1.66X，虽较 2019 年末的 1.80X 有所回落，但仍保持在较高的水平；合约面积/在管面积的较高比率表明当前物管公司锁定的规模面积较高，对于未来年度规模的增长奠定良好的基础。25 家物管公司中，约有 9 家公司合约面积/在管面积比率高于平均水平，其中碧桂园服务、绿城服务、新城悦服务合约面积/在管面积比率均大于 2，永升生活服务、建业新生活、滨江服务、融创服务、恒大物业、金科服务合约面积/在管面积比率高于 1.66X；若净退出面积为 0，则这 6 家物管公司未来在管面积的规模增长或有较好表现。全年合约面积/在管面积较上年末有所回落，主要源于：1) 从储备面积的角度看，20 年 25 家物管公司储备面积约 23.18 亿平米，较 2019 年末增长 2.55 亿平米，而 25 家物管公司的在管面积为 35.30 亿平米，较 2019 年末增长 9.46 亿平米，在管面积的增长快于储备面积的增加；2) 在管面积的增长，我们认为主要源于近几年物业公司加大项目收并购力度，快速补充在管面积规模。

图 11：2018-2020 年上市物管公司合约面积/在管面积



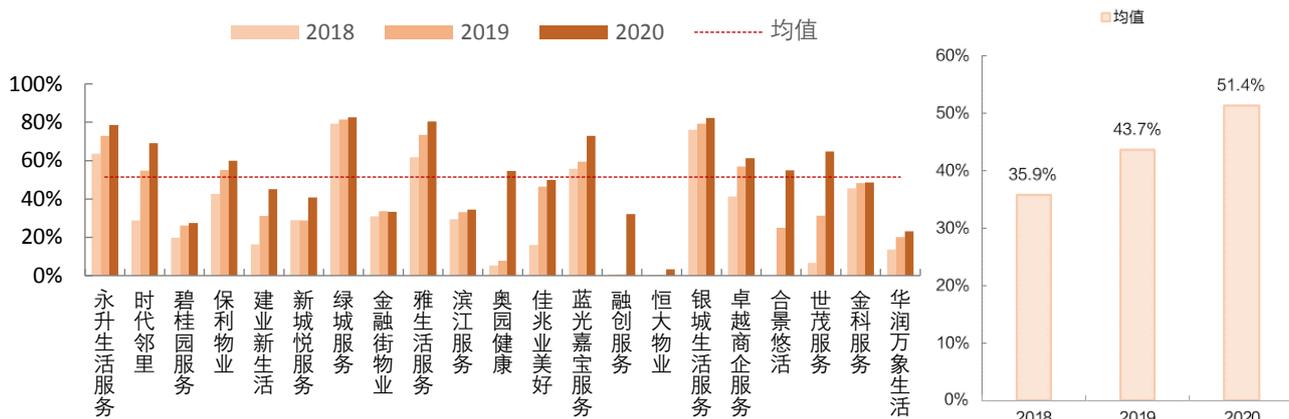
资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

## 2.2. 独立拓展能力增强、第三方面积占比稳步提升

当下物管行业主流公司对规模扩张有着强烈诉求，头部房企使用较多的扩张战略主要有：1) 通过关联房企及合作公司继续获取管理面积；2) 通过市场化拓展，积极参与第三方项目招投标；3) 借力资本市场，收并购获取管理项目。物业公司成立之初往往通过大股东获取项目，从而确保公司规模基础及品牌服务力，随着公司规模成长，寻求第三方项目输出管理服务成为下阶段发展的重心。

截止 2020 年底，可跟踪的 21 家物管公司的在管面积结构分布看，来自集团与来自外部市场的在管面积分别为 14.53 亿平米、15.38 亿平米，较 2019 年末的面积分别增加 3.02 亿平米、6.43 亿平米，对应幅度分别为 +26.2%、+71.9%；从结构比例看，第三方在管面积占总管面积比重约 51.4%，较 2019 年末比重提升 7.7pct。从第三方在管面积占比的趋势变化看，21 家物管公司整体的第三方在管面积比重逐年提升，物管公司在上市之前，其面积的贡献基本来源于集团的支持，而上市之后，来自第三方的贡献率逐步提升，与当下物管公司规模扩张诉求等有较强关系。在 21 家物管公司中，第三方在管面积的比重超过 50% 的约有 11 家，分别为永升生活服务、时代邻里、保利物业、绿城服务、雅生活服务、奥园健康、蓝光嘉宝服务、银城生活服务、卓越商企、合景悠活及世茂服务；第三方占比较低的为碧桂园服务、恒大物业及华润万象生活，占比均在 30% 以下。

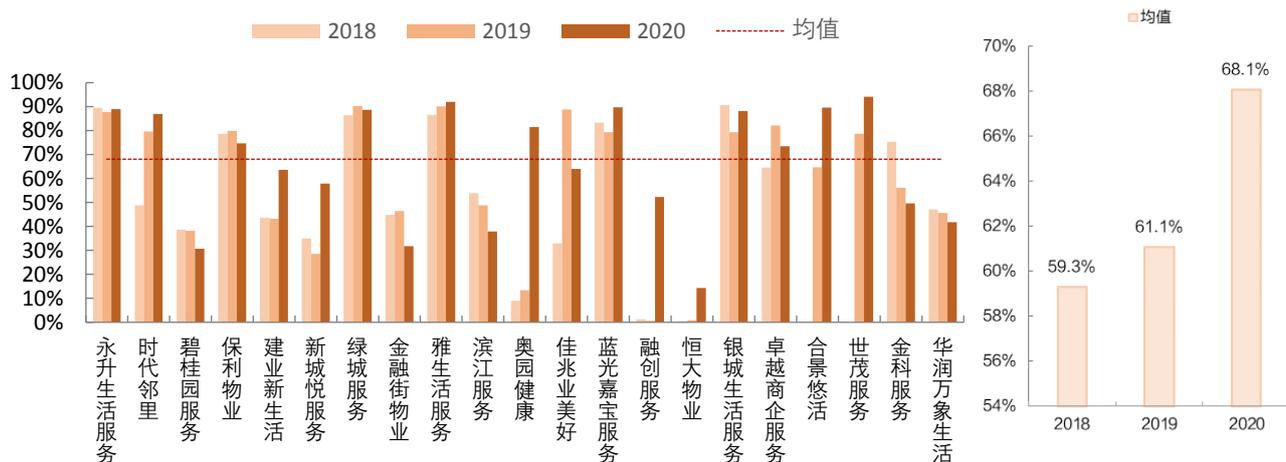
图 12：上市物管公司在管面积中来自第三方面积占比



资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

截止 2020 年底，可跟踪的 21 家物管公司中，期内来自第三方在管面积净增加约 6.43 亿平米，增量较 2019 年末提升 2.41 亿平米，对应增幅为+60.1%。来自集团的在管面积净增加约 3.02 亿平米，增量较 2019 年末上升 0.46 亿平米。从在管面积净增加的结构变动看，近年来，来自第三方的在管面积净增加/总在管面积净增加的比例呈逐年提升态势，截止至 20 年底，该比率高达 68.1%，较 2019 年末比重提升约 7.0pct。

图 13：上市物管公司第三方的在管面积净增加/总在管面积净增加（去除负值）



资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

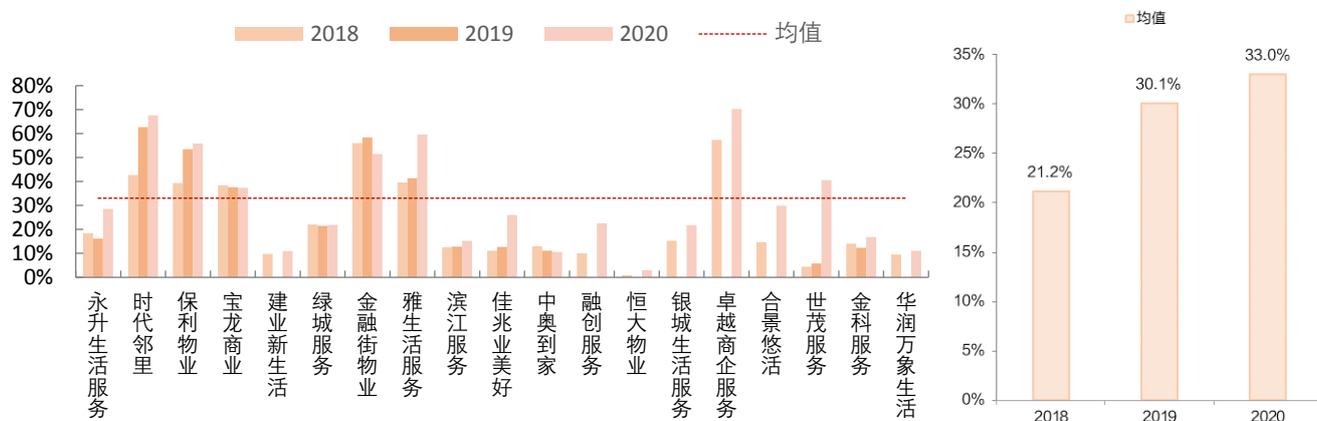
### 2.3. 多元化外拓持续推进、非住宅业态增速显著

大部分上市物管公司早期多为房地产母公司旗下的物业管理分公司，主要为母公司住宅项目提供基础物业服务，15 年物管公司开始寻求独立经营，除了聚焦以往具备优势的住宅业态，由于非住宅业态具备更高的物业费水平、更高的收缴率、物业费提价相对容易等属性，各家物管公司在第三方市场拓展中也更加注重对非住宅业态的拓展，多通过收并购、招投标、国资或政企合作等方式，谋求全业态或细分板块布局。

截止 2020 年年底，19 家可跟踪物管公司中，住宅业态、非住宅业态在管面积分别为 16.32 亿平米、8.05 亿平米，较 2019 年末分别增加 3.66 亿平米、3.59 亿平米，对应幅度为+28.9%、+80.6%；从增长幅度看，全年非住宅业态在管面积增长幅度显著高于住宅业态，这一增长的变化主要源于雅生活服务非住宅业态面积增加较多所致（+1.27 亿方），若剔除雅生活服务，则全年非住宅业态在管面积相比于 2019 年末非住宅业态在管面积增加约 66.3%，依然保持在较高增速水平。

从非住宅业态占总在管面积的比重变化趋势看，非住宅业态在管面积比重近年来增长趋势明显，由 2018 年的 21.2% 提升至 2020 年的 33.0%（若同时剔除雅生活服务数据，则从 2018 年的 17.4% 提升至 2020 年的 26.3%，未改提升趋势）。非住宅业态比重的提升主要从 2018-2019 年开始，这一时期也是物管公司集中上市元年。

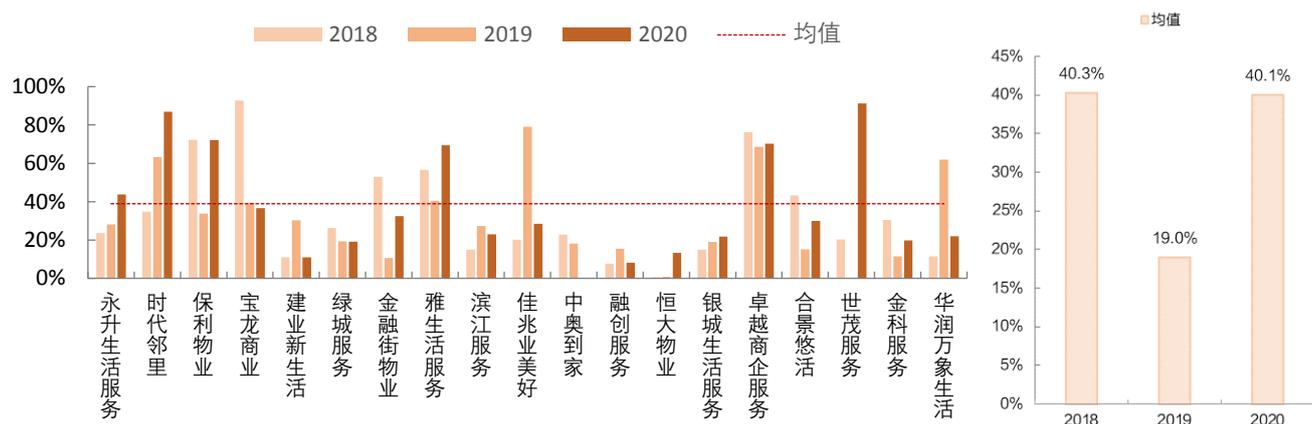
图 14：上市物管公司非住宅物业在管面积占比



资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

从住宅业态、非住宅业态在管面积每年净增加的变动看，截止 2020 年底，住宅、非住宅业态净增加在管面积分别为 3.36 亿平米、2.25 亿平米，较 2019 年末净增加在管面积分别变动 -1.72 亿平米、+1.06 亿平米；若剔除雅生活服务的相关数据，则全年住宅业态、非住宅业态净增加在管面积分别为 -1.44 亿平米、+1.14 亿平米，两个业态在管面积在全年净增加规模上势力相当。以两个业态净增加在管面积的比重变化看，住宅业态一直是过去几年里物管上市公司的主要净增加在管面积源，2018 年物管公司逐步走向资本市场后，住宅业态的比重逐步下行，非住宅业态比重迅速提升；期内，住宅、非住宅业态净增加在管面积占总净增加在管面积的比重分别为 40.1%、59.9%，分别较上年末增加/减少 21.1pct。若剔除雅生活服务数据，则两者分别为 38.9%、61.1%，分别较上年末增加/减少 22.1pct。

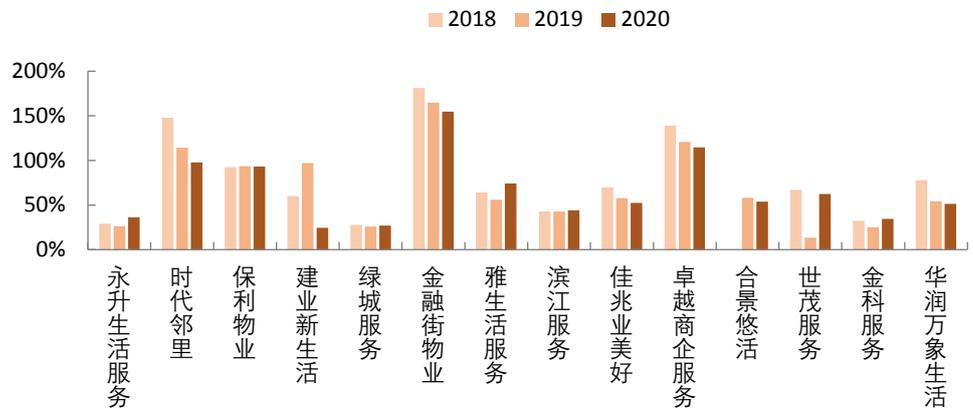
图 15：上市物管公司非住宅物业在管面积净增加占比



资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

以非住宅业态面积/第三方面积简单计算物管公司在第三方市场拓展中对非居业态的重视程度，永升生活服务、绿城服务、金科服务更加注重住宅及非住宅的收入利润占比平衡，时代邻里、保利物业、金融街物业、卓越商企、则更加注重非住宅业态的拓展。

图 16：部分物管公司非住宅业态面积/第三方面积占比



资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

## 2.4. 资本助力完善布局、上下游整合形成闭环

我们统计了 2020 年上市物管公司收并购事件相关情况，期内上市物管公司收并购事件共 29 起，其中蓝光嘉宝服务并购事件 8 起，占比约 28%。全年上市物管公司 29 起收并购合计对价约 64.37 亿元，其中雅生活服务（2 起）、碧桂园服务（3 起）对价居首，分别为 20.60 亿元、18.47 亿元，蓝光嘉宝服务虽并购 8 家物管公司，但总对价仅 1.90 亿元。

从 2020 年物管行业主要收并购事件来看，物管公司的收并购方向包括：

- 1) 收购区域性优质物业管理公司，以实现规模区域双突破，例如永升生活服务收购青岛银盛泰物业公司，进一步加强对青岛市场的拓展；
- 2) 收购细分业态的物业管理公司，以实现细分业态领域覆盖，例如时代邻里通过收购浩晴、耀城、科箭进入电力行业、工业物流，新城悦服务收购成都商写物业管理公司诚悦时代，切入写字楼细分业态。
- 3) 收购增值服务产业链上下游公司，以加强增值服务能力输出，例如碧桂园服务收购金融经纪公司文津国际及传媒公司城市纵横。

从并购的估值区间看，全年并购估值区间为 8X~20X，其中，并购标的的估值区间有所差异，主要与并购标的的类型相关，住宅物业标的公司估值区间在 10 倍上下徘徊，上市物管公司在收购住宅物业公司时往往更加注重标的公司规模、与上市公司战略及区域布局的协同效应；非住宅物业公司相比更具稀缺性，细分业态领域内具备规模优势和专业服务水平的物业公司往往可以获得更高的估值，例如时代邻里收购上海科箭，静态 PE 倍数达 16.11X。

当前物管公司在资本助力之下，积极抢滩布局多种非住宅业态，结合自身优势，打造品牌及服务平台，但总体来说，除了部分物管公司，例如保利物业，明确聚焦高校教研物业、城镇景区、轨道交通物业三大业态，目前大部分物管公司在各个细分领域尚在不断摸索之中，随着未来在非居业态竞争不断加剧，各家物管公司的竞争壁垒构建更加凸显重要性。

图 17：上市物管公司 2020 年主要收购事件

	并购标的	对价 (万元)	股权比例	标的类型	2019A	PE	2020E*	PE
	并购策略：区域集聚、业态补强、战略协同、项目质地与经济指标优良							
永升生活服务	青岛银盛泰物业	864	50%	物管公司	182	9.50		
	香江物业	4,655	51%	公建物管公司				
	并购策略：扩大规模、补强现有业态、打入新区域市场、提升高价值区域集聚度、标的公司未来业绩可持续增长性							
时代邻里	广州市浩晴物业	3,272	100%	电力物业行业领先企业	379	8.64		
	广州市耀城物业	1,487	100%					
	上海科箭物业	23,405	51%	工业物流地产龙头企业	2,849	16.11	3,134	14.64
	并购策略：围绕“大物管”+“大社区”战略，纵向深耕+横向拓宽，完善生态布局							
碧桂园服务	上海金晨物业	25,096	100%	物管公司				
	文津国际	8,411	100%	金融经纪业务				
	城市纵横文化传媒	151,200	100%	传媒业务	7,893	19.16	7,501	20.16
	并购策略：侧重轻资产管理公司，在经济发达地区，且具有重大增长潜力的城市探索机会							
宝龙商业	浙江星汇	4,060	60%	商业管理公司			600	11.28
	并购策略：以住宅业态为主，选择性进入细分业态领域							
新城悦服务	成都诚悦时代	10,455	61.5%	商写业态领先企业	1,636	10.39	1,727	9.84
	并购策略：专业化能力补足、优势核心区域市场份额提升、目标公司资质及项目储备、收购价格和回报率							
绿城服务	战略投资：提升优势地区增值服务覆盖密度、目标公司对增值服务输出的需求度							
	中奥到家	20,165	19.32%	物管公司				
	并购策略：投拓一体化，并购作为对外拓展的手段之一，形成战略互补							
雅生活服务	中民物业	156,000	60%	物管公司	20,800	12.50		
	民瑞物业	50,000	60%	物管公司				
	并购策略：注重非住宅业态拓展，城市区位可以支撑未来物业服务购买，体量不小于400万方							
佳兆业美好	宁波朗通	2,700	60%	物管公司，经营产业园、商住、文旅等多业态				
	并购策略：巩固西南优势，战略聚焦华东及华南，布局高价值区域及省会城市							
蓝光嘉宝服务	成都创艺物业		100%	物管公司				
	成都三朴物业	6,301	60%					
	成都鑫天禹物业		100%					
	无锡东洲物业		100%					
	浙江当代物业		80%					
	珠海住宅物业	12,670	70%					
融创服务	广安万品物业		98%					
	宁夏安欣物业		55%					
	并购策略：将原来的7大区域、开元、环融的组织架构调整为15大区域+医院事业部，并且架构更加聚焦城市深耕							
融创服务	开元物业	150,000	84.9%	物管公司				
	成都环球世纪物业	867	95.0%					
恒大物业	南昌馨雅物业	3,070	100%	物管公司				
	成都威尔斯普物业	3,900	100%					
	遵义市中信物业	1,910	100%					
	湖北冠博物业	1,220	51%					
	永康嘉华物业	2,000	100%					

资料来源：公司公告，天风证券研究所

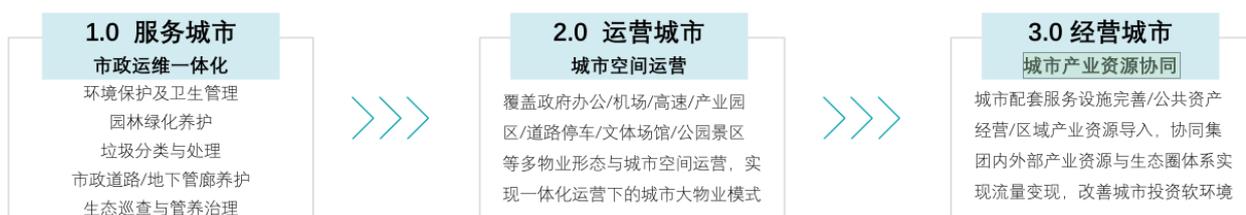
\*2020E、PE 为当年被并购公司的未来年度业绩及估值预测，上市公司收购时一般会同时参考标的公司之未来年度业绩来计算估值。

## 2.5. 城市服务为规模扩张带来更大的空间

在城市精细化管理及后勤服务社会化的号召之下，城市公共服务需求孕育而生，物管公司利用自身相对成熟的服务能力和管理体系切入城市公共服务板块，城市公共服务利润率水平虽然相对较低，但行业空间广阔、竞争格局分散，满足物管公司扩充规模的需求，各家物管公司纷纷发力，通过寻求区域内政企合作、招投标等方式进入该领域。

在运营模式上，以碧桂园服务为例，选择环卫服务作为城市服务的突破口，提供市政运维一体化服务，而后进一步覆盖政府办公/机场/高速/产业园区等多物业形态，成为城市空间运营者，在此基础上，完善城市配套服务设施、公共资产经营、导入区域产业资源，实现城市产业资源协同。

图 18：碧桂园服务城市服务运营模式演化



资料来源：碧桂园服务 2020 年业绩会 PPT，天风证券研究所

我们所统计的上市物管公共服务拓展案例中显示，永升生活服务、碧桂园服务、雅生活服务、佳兆业美好等公司均在城市公共服务板块有项目落地，未来物管公司通过建立标杆项目承接更多城市服务项目，有望成为物管行业规模迅速扩张的新的增长驱动力。

图 19：上市物管公司公共服务拓展情况

公司	拓展策略及项目落地情况
永升生活服务	探索智慧城市建设，老旧小区改造、城市公建以及物业生活配套服务等多项内容 落地江苏宿迁经济开发区、乌兰察布集宁区
时代邻里	战略布局城市公共服务领域，覆盖更多区域 自主外拓2,228 万平方米城市公服项目
碧桂园服务	提供一体化解决方案，致力实现生态与环境共生、市民与城市共生、产业协同与经济发展共生 获取6个项目，包括山西寿阳县、天津市军粮城、大连市金普新区、衢州交投集团、云南陆良滇中健康城、陕西白鹿仓集团
保利物业	积极布局公共服务相关产业，包括环卫一体化、老旧小区建管一体化、智慧城镇，打造战略组合优势 新签约66个项目，新增在管项目42个，公服物管收入3.47亿元，同比增长60.1%，收入占比9.6%
雅生活服务	寻求领域内的政企合作、国企混改，以及战略合作机会，收购区域性领先、成长性强的市政环卫、城市服务企业 中标“京沪高速宣堡服务区”、“拉萨海关”项目，与青岛文旅集团成立混改公司，提供城市环卫、城市园林、城市美化亮化等城市服务
佳兆业美好	加快城市综合服务平台的建立，在市政、商住、公园、学校、医院及产业园区多服务领域持续发力 与邯郸市峰峰矿区政府战略合作成立城市综合服务平台，收购浙江宁波朗通物业有限公司，包括产业园、商住、文旅等多业态
融创服务	聚焦深耕、多渠道、多业态，选择有规模、高质量、能力互补的优质企业，在规模扩张的同时，快速提升集团的综合竞争力 收购开元物业，涵盖城市公共物业、写字楼、医院、商业等；收购成都环球世纪，涵盖高档公寓、写字楼、商业物业、会展物业和旅游度假区
恒大物业	上市后将加速并购，约65%的资金将用作进行战略收购及投资，且已经成立投资拓展团队，将大力进行第三方项目的拓展及并购。 2020年内，恒大物业共完成收购5家区域型独立第三方物业公司，累计收购金额达1.23亿元。

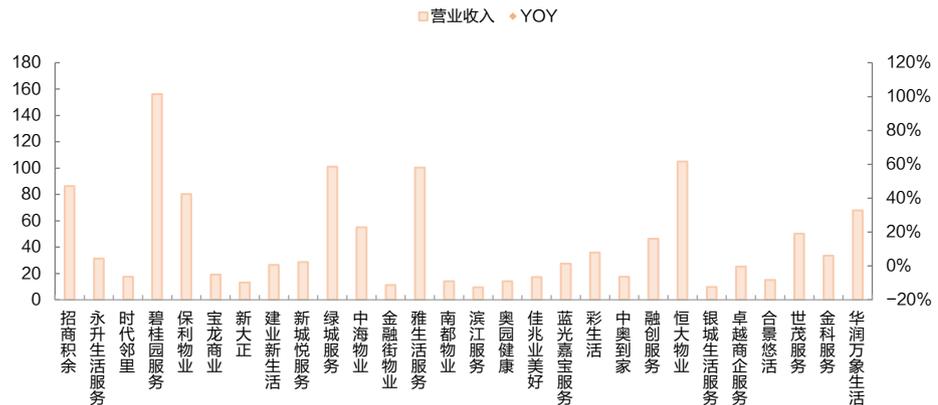
资料来源：wind，公司公告，招股说明书、天风证券研究所

### 3. 收入结构优化、增值服务持续发力

#### 3.1. 业绩呈高增长态势、收入利润同步提升

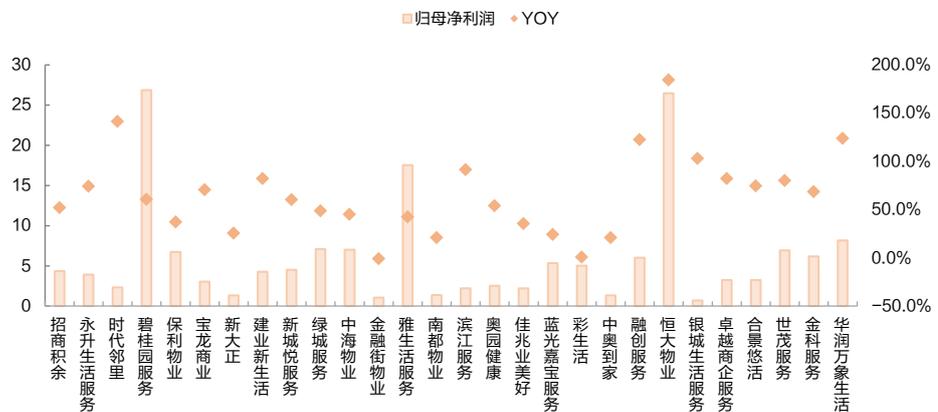
2020 年全年 28 家上市物业管理公司合计实现营业收入 1215.8 亿元，同比增长 40.1%，增速相较于 2019 年全年提升 10.8pct；合计归母净利润 170.9 亿元，同比增长 68.1%，增速较 19 年同期上升 19.9pct。2020 年上半年虽受疫情影响，物管公司各项经营活动略有延后，但全年来看收入端依然维持较高增速；得益于疫情期间社保减免、补贴等相关政策支持，以及疫情防控下对于社区增值服务需求的促进，物管公司全年录得利润端增速显著高于收入端，实现增收增利的双向增长，收入合利润同步提升。

图 20：上市物管公司 2020 年营业收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

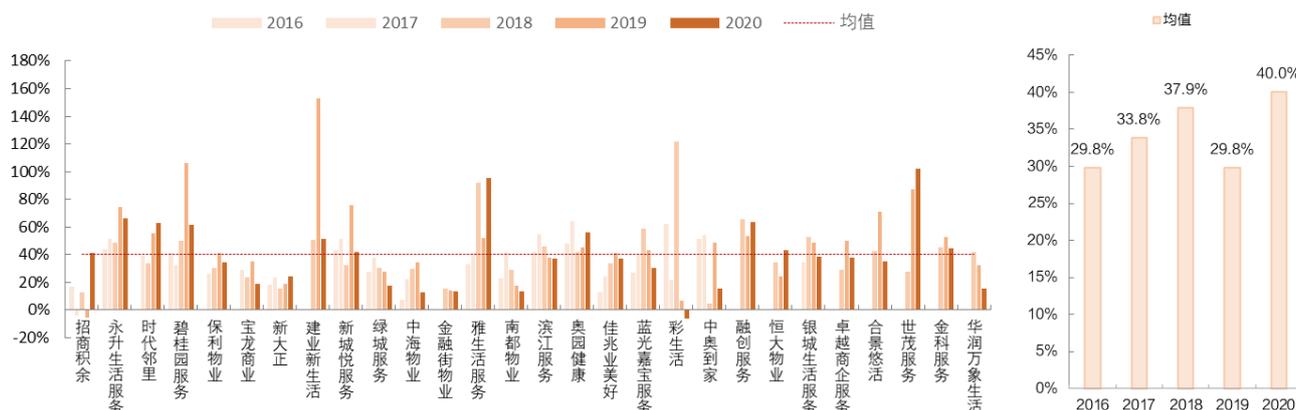
图 21：上市物管公司 2020 年归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

从营收端表现看，期内永升生活服务、时代邻里、碧桂园服务、建业新生活、雅生活服务、奥园健康、融创服务、世茂服务等 12 家物管公司均录得高于行业平均水平的营收增速表现；彩生活营收端表现较弱，全年录得-6.5%的营收增长。

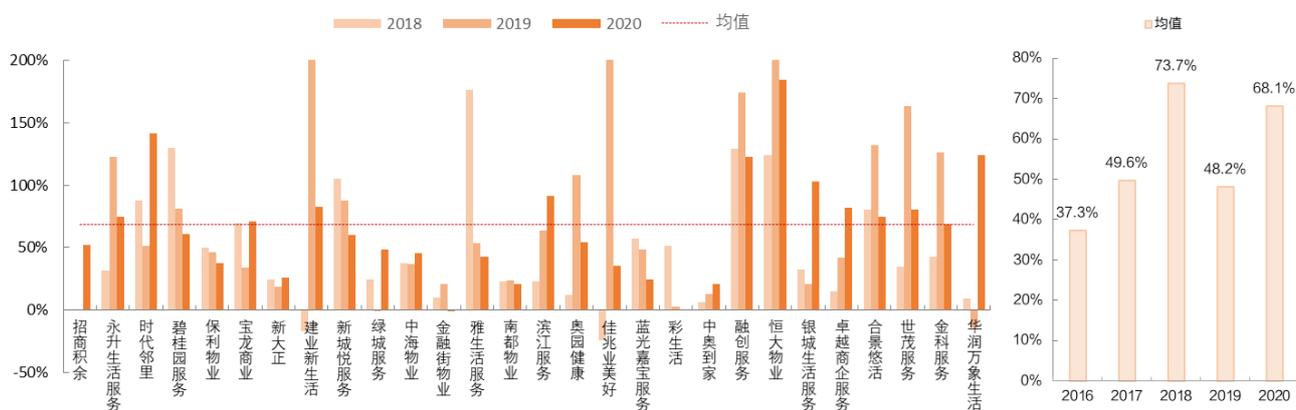
图 22：上市物管公司营收增速



资料来源：wind，天风证券研究所

从归母净利润端表现来看，截至 2020 年底，永升生活服务、时代邻里、碧桂园服务、宝龙商业、建业新生活、滨江服务、融创服务、世茂服务等 13 家物管公司取得优于行业平均水平的净利润增速表现；其中，时代邻里、融创服务、恒大物业、银城生活服务、华润万象生活归母净利润增速均超过 100%；绝对值增量贡献最大的为恒大物业、碧桂园服务、雅生活服务及华润万象生活，同比分别+17.2、+10.2、+5.2、+4.5 亿元。

图 23：上市物管公司归母净利润增速

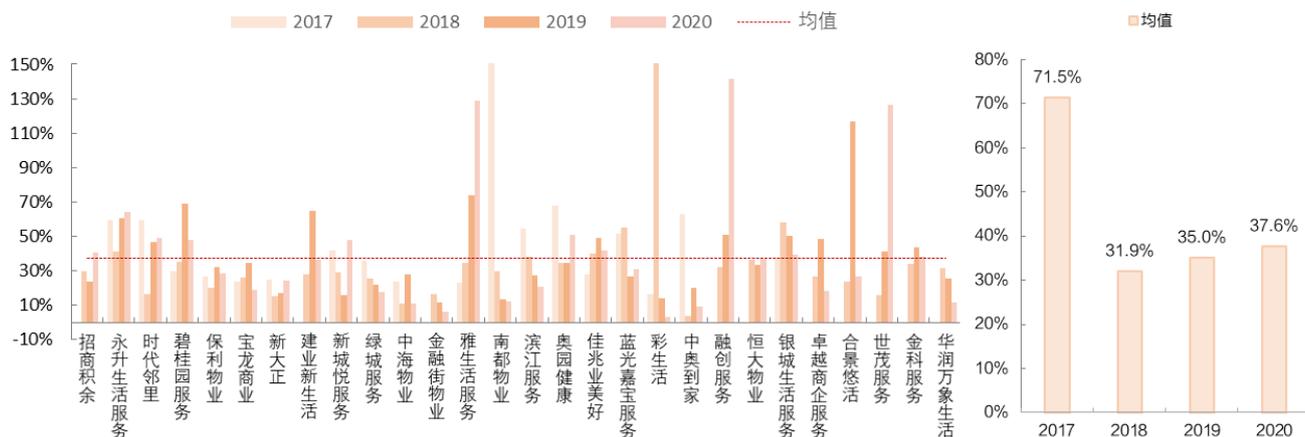


资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

### 3.2. 基础物管收入和均价温和上涨、占比呈下降趋势

根据 28 家样本公司数据来看，20 年全年整体实现基础物业管理服务收入 763.2 亿元，同比增速达 37.6%，较 2019 年末增速提升 2.6pct；其中招商积余、永升生活服务、时代邻里、碧桂园服务、新城悦服务、雅生活服务等 11 家物业公司基础物管收入增速高于行业平均水平；部分公司增速超均值主要源于收并购等带来的在管面积的快速增长从而推动短期基础物管收入的快速增加。从基础物管整体增速的趋势变化看，上市物管公司整体增速自 2017 年来始终保持至 30% 以上的增速水平，高增长持续性较强。

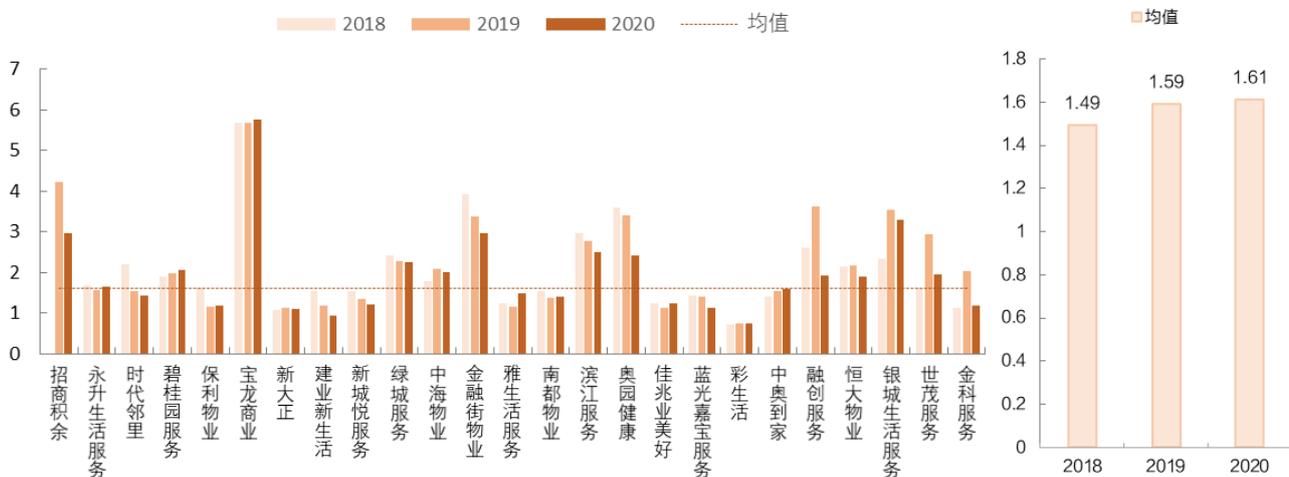
图 24：上市物管公司物业管理服务板块收入增速（28 家）



资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

我们通过分析在管面积及物业费均价的变动水平发现，基础物业管理服务收入的快速增长直接受益于近几年在管面积的不断拓展，以及物管均价的温和上涨。为了对比各家公司的物管收费高低，按照基础物业服务板块收入/期初期末在管面积均值（非公司披露数据）得出物管均价，20 年物管均价较 2019 年全年的 1.59 元/平米提升 0.02 元至 1.61 元/平米，物管均价的提升一方面是跟随人力成本上涨而相应调整，一方面是因为物管业态组合日益多元化，由于住宅在所有业态中物业费最低，非住宅业态占比的提升在一定程度上也能抬高整体物管费均价水平。

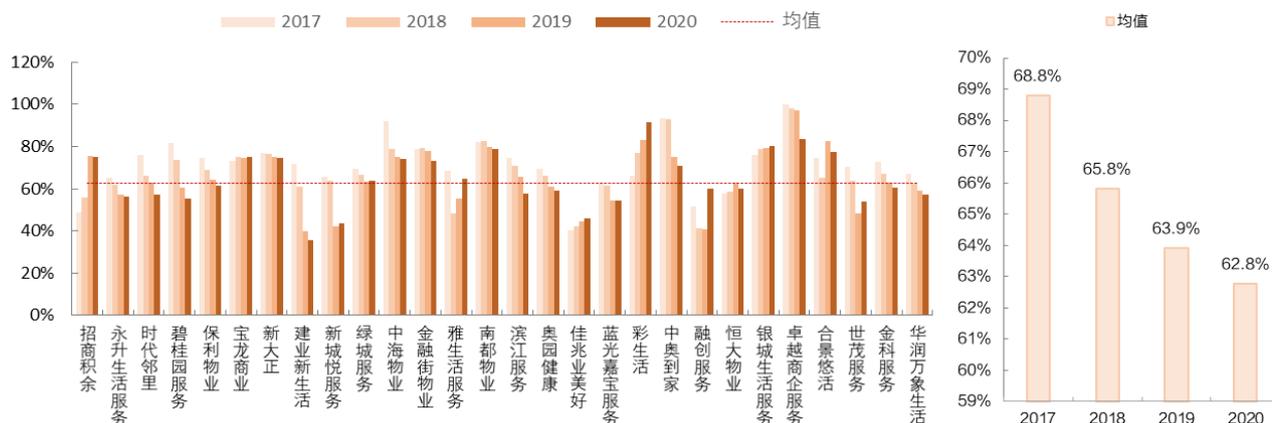
图 25：上市物管公司物业管理服务单价（元/平米/月、25 家）



资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

截至 2020 年底，物业管理服务板块收入占总收入比重达 62.8%，较 2019 年全年占比略有下降（-1.2pct），从基础物管收入占总收入比重的变化趋势来看，基础物业管理服务收入占比自 2017 年来呈现逐步下降态势。我们认为基础物管收入整体比重的逐步下降，在未来仍会是一个趋势，源于现阶段增值服务业态尚未丰满（一方面是目前增值服务模式尚在探索阶段，服务内容有待逐渐丰富，另一方面存量零散项目增值服务处于空白，使得在管规模拓展的同时，有更多围绕业主的需求被满足），在未来仍有较大的提升空间。

图 26：上市物管公司物业管理服务板块收入占比



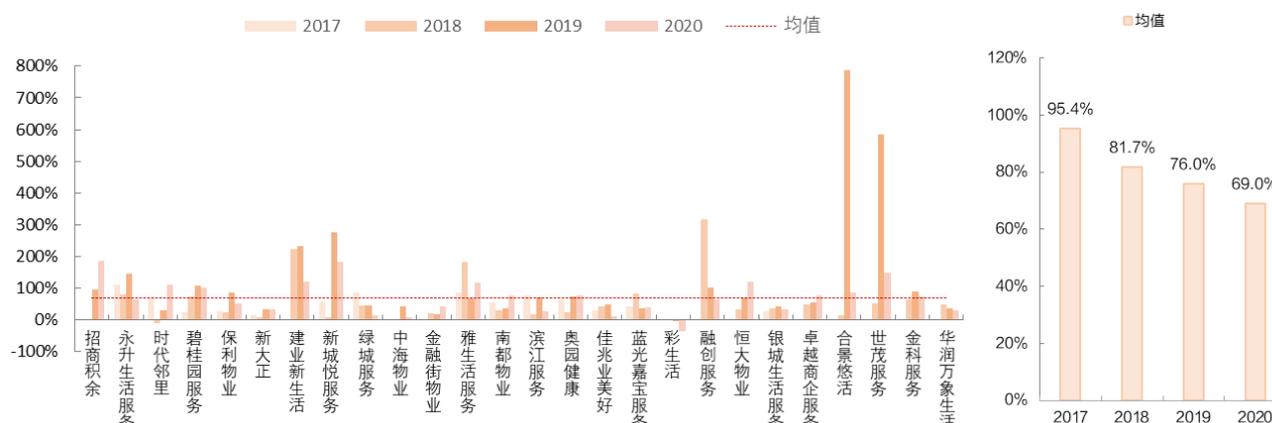
资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

### 3.3. 社区增值服务增速维持高位、占比逐年提升

根据 26 家样本公司数据来看，2020 年全年实现社区增值服务收入约 168.7 亿元，同比增速+41.1%，较 2019 年末增速提升 1.9pct；其中，各家物管公司的社区增值服务增速表现分化较大：招商积余、时代邻里、碧桂园服务、建业新生活、新城悦服务、雅生活服务、恒大服务、世茂服务均录得超过 100% 的增长；而绿城服务、佳兆业美好、中海物业在社区增值服务收入的增速表现较为一般，三家均录得不到 15% 的增速表现；彩生活服务则录得负增长。在经历近年来物业板块社区增值服务的积极探索和快速发展的阶段，行业内物管公司的社区增值服务增速出现了较为显著的分化。

从社区增值服务收入增速的变化趋势看，自 2017 年以来，社区增值服务板块一直保持在 60% 以上的较高增长速度，去年上半年受到疫情影响，部分入户式服务无法正常开展，而疫情期间为满足业主日常生活需求的社区新零售业务表现超预期，疫情缓和后家装需求有所恢复，相应拎包入住等美居业务取得较快增长，虽增速不及往期，但疫情之下仍保持较快增长，表现出良好的抗风险特征。未来两到三年仍是新房交付的高峰期，拎包入住、美居等业务依然是社区增值服务的重要发力点。从中长期来看，居家生活服务、社区空间运营、康养教育服务等业务在一定程度上可以突破地产周期的影响，当前各家物管公司也在积极探索适合自己的运营模式以及加强品牌建设，鉴于社区增值服务良好的盈利能力，未来有望对行业的利润形成良好的支撑。

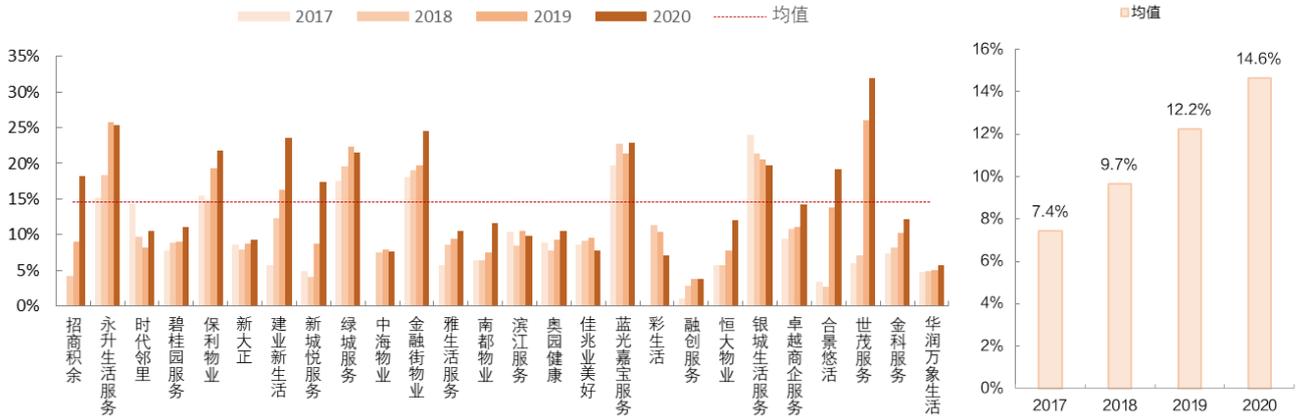
图 27：上市物管公司社区增值服务板块收入增速（26 家）



资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

从收入结构上看，2020 年社区增值服务板块收入占比较 2019 年全年的 12.2%提升 2.4pct 至 14.6%，收入占比逐年提升。粗略计算，基础物管与社区增值比例约为 5:1，未来社区增值服务仍有很大的提升空间，一方面来源于增值服务在社区内的渗透率不断提升，另一方面非住宅特色增值服务内容仍有较大的探索空间。

图 28：上市物管公司社区增值服务板块收入占比（26 家）

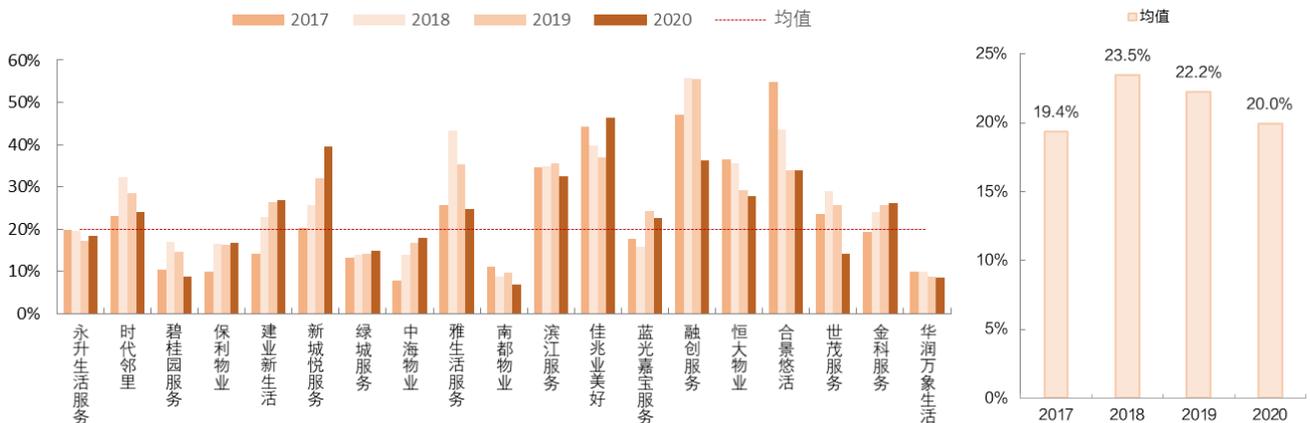


资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

### 3.4. 非业主增值以协销服务为主、增速下降较为显著

非业主增值服务主要是面向开发商提供案场协助销售、验房、房修等服务，收入构成尤以协销服务为主，从时代邻里、建业新生活、新城悦服务、雅生活服务、滨江服务、融创服务等 11 家物业公司数据来看，非业主增值服务收入占比均在 20%以上。占比较低的上市物管公司有碧桂园服务、金融街物业、南都物业、卓越商企服务及华润万象生活，占比分别为 8.8%、0.6%、6.8%、2.2%、8.5%（金融街物业、卓越商企服务是以写字楼物业管理为主，故非业主增值服务收入占比较低）。

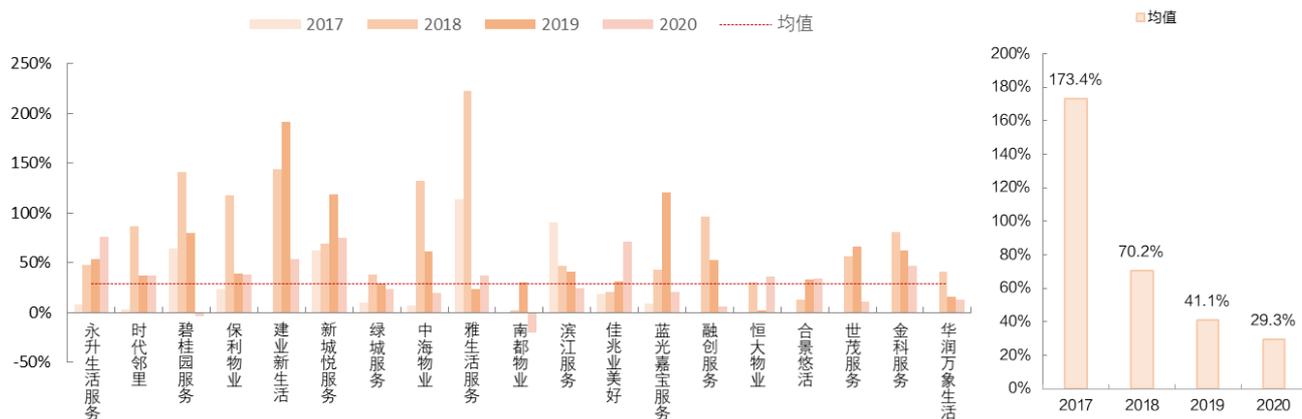
图 29：上市物管公司非业主增值服务板块收入占比（19 家）



资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

截至 2020 年底，行业非业主增值服务整体收入增速为 29.3%，较 2019 年全年 41.1%的增速下降较为明显，主要是源于疫情期间的防控需求，案场经营受限，业务无法正常开展所致。从过往趋势来看，非业主增值服务收入占比逐年下降，整体收入增速较 2017 年的 173.4% 累计下降 144.1 个百分点。物管公司开展非业主增值服务，能够在物业交付前期就介入项目管理，有利于铺排自身品牌宣传及产品推介，但由于地产周期影响，面向开发商的服务面临成长性不足的短板，且市场出于对利益输送等多因素的考量，非业主增值服务收入占比过高会对公司估值有一定的折价，未来随着业主增值服务规模扩大，非业主增值服务收入占比有望继续收缩，物管公司整体营收结构将进一步得到优化。

图 30：上市物管公司非业主增值服务板块收入增速（19 家）



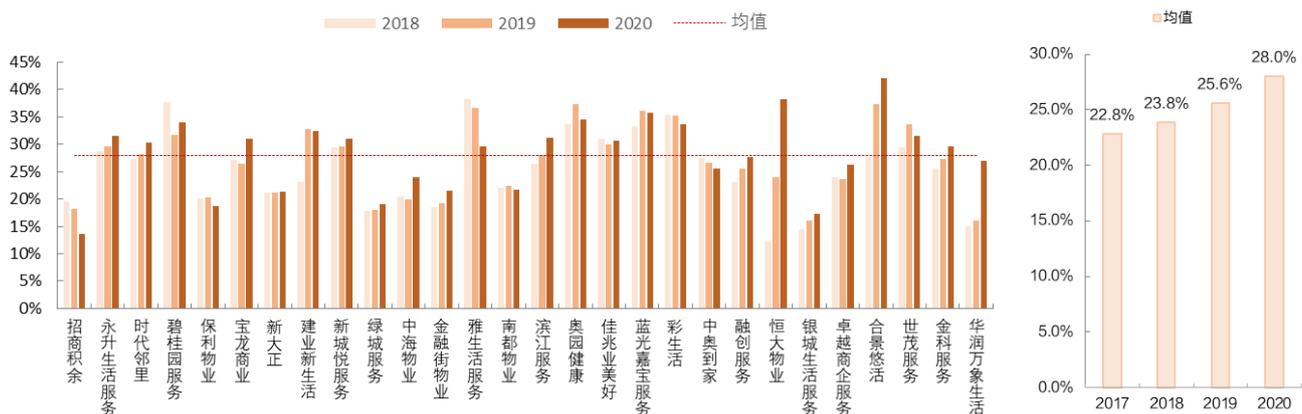
资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

## 4. 降本增效可见成效、盈利能力持续向好

### 4.1. 盈利能力逐年改善、运营指标进一步优化

2020 年全年 28 家物管公司毛利率为 28.0%，较上年同期提升 2.4pct，毛利率的提升得益于物管公司近几年在规模增长的同时不断优化组织结构和人员配置，同时叠加 20 年上半年疫情后的社保减免，人员成本下降显著。从历年趋势来看，上市物管公司毛利率呈逐年稳步提升态势，2017-2020 年期间毛利率累计提升近 5.2 个百分点。综合毛利率较高的上市物管公司包括：永升生活服务、碧桂园服务、恒大物业、合景悠活及世茂服务等 14 家公司，毛利率均在 30%以上（31.5%、34.0%、38.2%、42.1%、31.6%）。毛利率低于 20%的上市物管公司包括：招商积余、保利物业、绿城服务及银城生活服务，分别录得 13.6%、18.7%、19.1%、17.2%，毛利率表现显著低于市场平均水平。

图 31：上市物管公司毛利率（28 家）

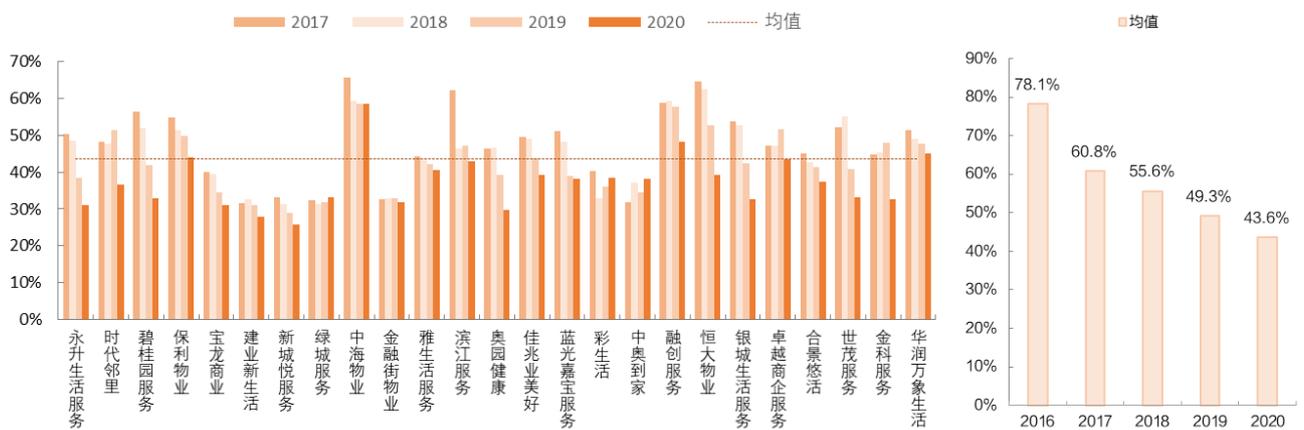


资料来源：wind，天风证券研究所

以人力成本/营收指标来看（人力成本包含计入销售成本、行政开支、销售及营销开支的雇员福利开支），经统计的上市物管公司 2020 年全年人力成本在营收中的平均占比为 43.6%，较上年同期下降 5.7pct。

其中，建业新生活、新城悦服务、奥园健康录得较低人力成本占比（分别为 27.8%、25.9%、29.7%），远低于行业平均水平。而保利物业、中海物业、融创服务、卓越商企服务和华润万象生活则分别达到 43.9%、58.7%、48.1%、43.6%和 45.0%的较高人力成本占比，在行业平均水平之上。考虑到当前越来越多物业公司采用科技化手段降本增效，以及规模效应下对实际运营人员成本的有效节省，我们预计人力成本占比较高的上市物业公司在未来年度会有一些的改善空间。

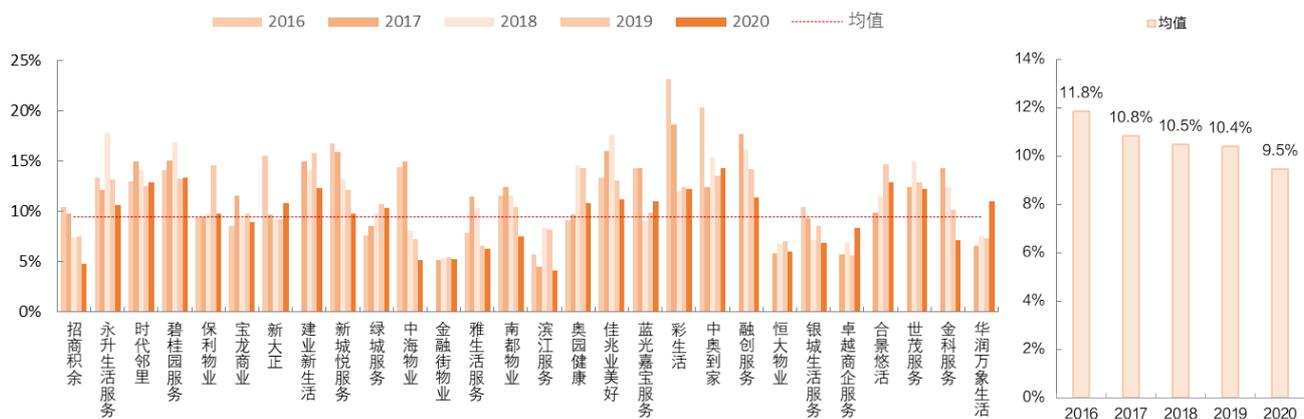
图 32：上市物管公司人力成本/营收指标（25 家）



资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

物管行业逐渐从粗放式管理向精细化运营转变，借助数字化、信息系统管理等多方手段提质增效，所统计的 28 家上市物管企业 2020 年平均 SA&G 费率较上年同期下降 0.8pct 至 9.5%。其中，招商积余（4.8%）、中海物业（5.2%）、金融街物业（5.3%）、滨江服务（4.2%）等 11 家物管公司实现均值以下的 SA&G 费率；中奥到家（14.3%）、碧桂园服务（13.4%）、合景悠活（12.9%）等其余 17 家物管公司以较高 SA&G 成本运营。

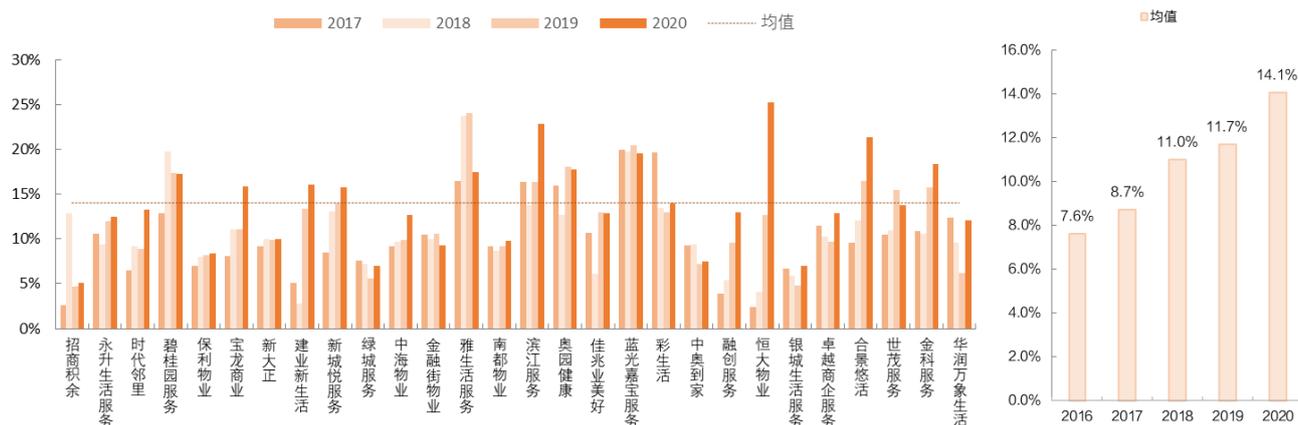
图 33：上市物管公司 SA&G 费用率（28 家）



资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

得益于管理效率不断提升，上市物管公司盈利能力持续向好，统计的 28 家物管公司 20 年全年归母净利润率水平达 14.1%，较上年同期提升 2.3pct。其中，恒大物业（25.2%）、滨江服务（22.9%）、合景悠活（21.3%）以高于 20%的归母净利率位居行业首位；高于市场平均水平的还包括宝龙商业（15.9%）、建业新生活（16.1%）、雅生活服务（17.5%）、奥园健康（17.8%）、金科服务（18.4%）等合计 11 家物管公司。归母净利率较低的有招商积余（5.0%）、银城生活服务（7.0%）、绿城服务（7.0%）、中奥到家（7.5%）、保利物业（8.4%）、金融街物业（9.2%）和南都物业（9.8%），均在 10%以下。

图 34：上市物管公司归母净利润率（28 家）

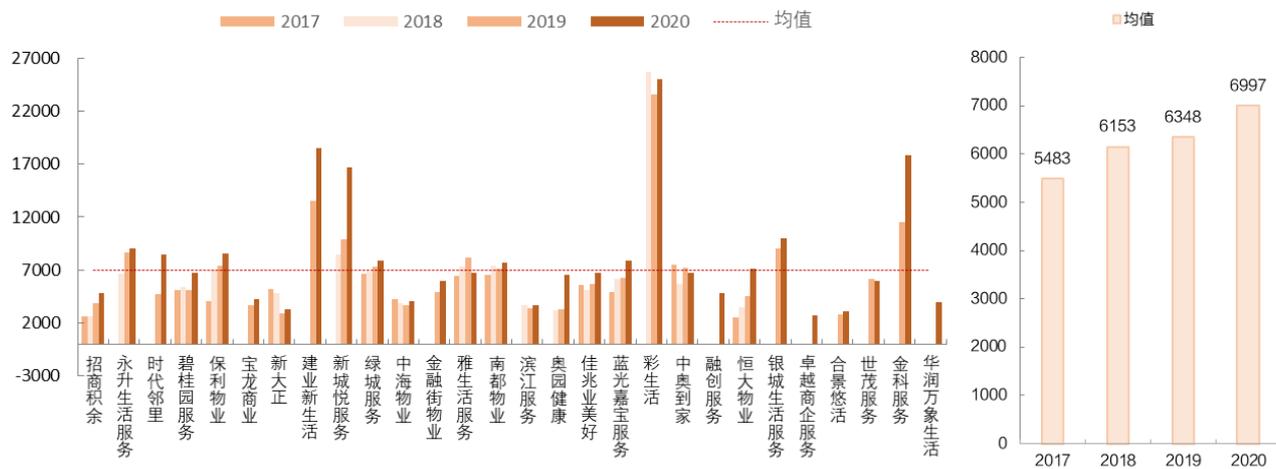


资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

**人均效能持续提升：**从 20 年数据来看，以在管面积/雇员数量（不包括外包人员）计算的\*人均效能达 6997 平方米/人，较 2019 年的 6348 平方米/人略有上升。近几年随着物管公司在管规模扩大及对外拓展力度加大，员工人数相应有所增加，人均效能的提升表明人员使用效率有所上升。物管公司在区域拓展策略上，更加聚焦优势及战略区域，有利于提升项目密度，优化人员配置，以聚焦在河南省内的物管公司建业新生活来看，20 年人均效能达到 18474 平方米/人，为行业均值的 2.6 倍，说明未来物管行业在集中度提升趋势之下，整体人均效能仍有较大提升空间。

\*碧桂园服务 2020 年 10 月收购满国和东飞导致员工人数大幅增长 184%，因其尚未产生实际效益，同时整合效果及磨合程度有待观察，故采用其 2020 年 6 月数据进行计算。

图 35：上市物管公司物业管理服务人均效能（平方米/人）

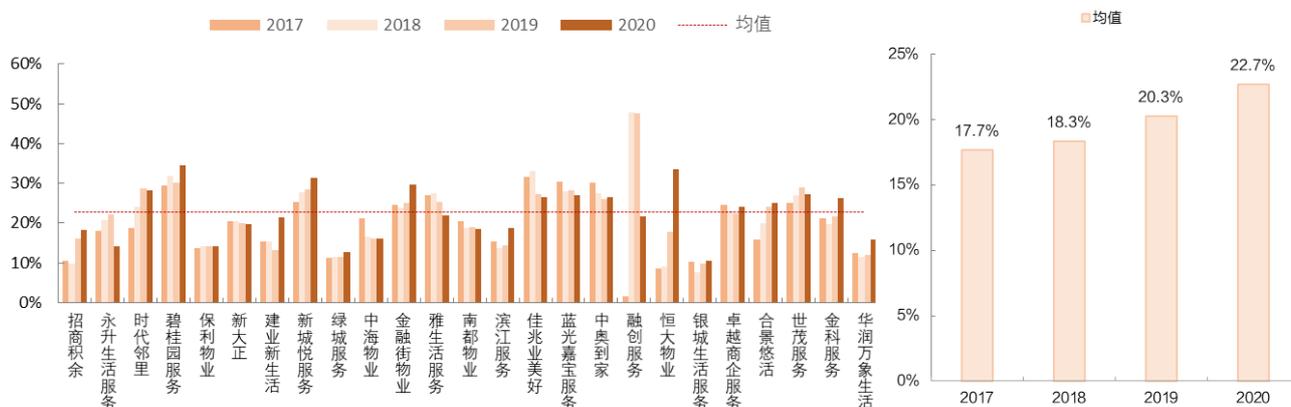


资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

## 4.2. 基础物管毛利率提升空间显现

截至 2020 年底，经统计的 25 家物管上市公司基础物管服务毛利率达 22.7%，较上年同期提升 2.4pct，毛利占比较 19 年同期略微下降 0.7pct 至 50.6%。全年管理效率提升叠加社保减免，基础物管毛利率有所提升，而社区增值服务及非业主增值服务的快速增长导致基础物管毛利占比有所下降。

图 36：上市物管公司基础物业管理服务板块毛利率（25 家）



资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

图 37：上市物管公司基础物业管理服务板块毛利占比（25 家）



资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

尽管未来人员成本上涨及物管费提价不易在一定程度上对基础物管板块毛利率的提升形成压力，但我们依然可以看到乐观的一面：

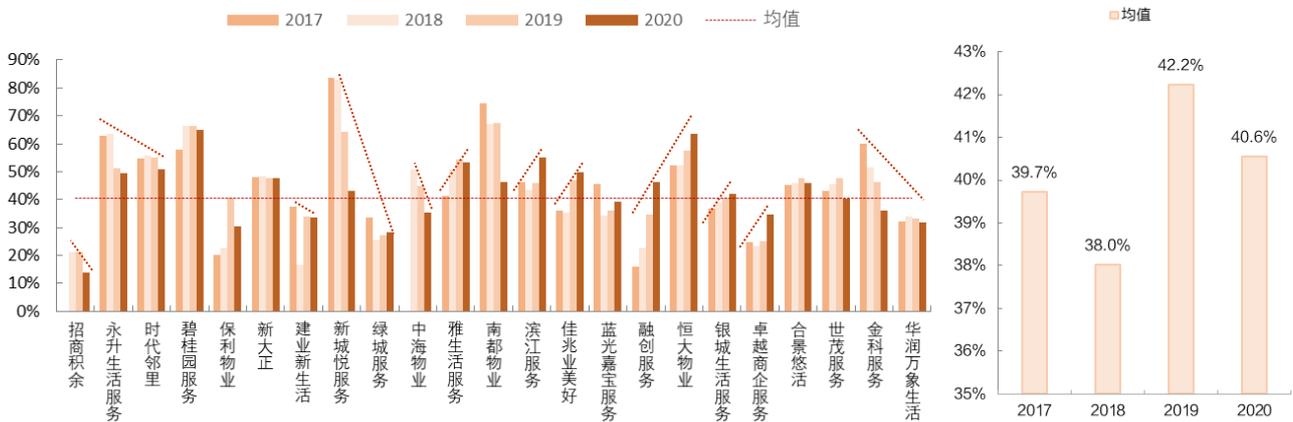
首先，基础物业板块毛利率近年来呈稳步提升态势（2017-2020 年累计增加 5 个百分点），一方面是由于物管公司新增在管面积大幅增长（YOY+36.45%），新接管的楼盘物管收费及毛利要高于原有的旧楼盘；另一方面，存量的旧楼盘随着当地居民生活水平的提高，对于基础物管方面的需求和要求也在逐渐提升，在政府逐渐开放市场化定价下，出现了一些老旧楼盘提价的可能性，例如南京等地；同时，在行业整合加剧的背景下，物业板块的估值进一步抬升，一些原先不以盈利为目的的新老物管项目，或者未来要开发的储备项目将更多地转变为收取合理的服务回报，从而为基础物管毛利率的提升带来空间。

### 4.3. 社区增值毛利率变化趋势分化较为明显

从 23 家样本公司 2020 年数据来看，全年社区增值服务平均毛利率达 40.6%，较 19 年同期下降 1.7 个百分点，比 2018 年提升 2.6 个百分点；平均毛利占比达 21.7%，比 19 年同期增加 1 个百分点，2017-2020 年累计提升 7.5 个百分点。

整体来看，行业平均社区增值服务毛利率近年来虽存在较大波动，但整体仍维持在 38% 以上的高盈利回报水平，由于社区增值服务内容较为宽泛，各项业务的毛利率差异较大，业务收入结构变动导致整体毛利率波动，且自营或平台模式开展业务也会相应影响毛利率表现，各家物管公司社区增值服务毛利率变化趋势分化较为明显。其中，碧桂园服务和恒大物业社区增值服务毛利率最高，分别达到 65.1%、63.4%；毛利率超过 50% 的还包括时代邻里、雅生活服务 and 滨江服务，分别为 51.0%、53.2%、55.0%；毛利率处于末端的有招商积余、绿城服务（小于 30%）。

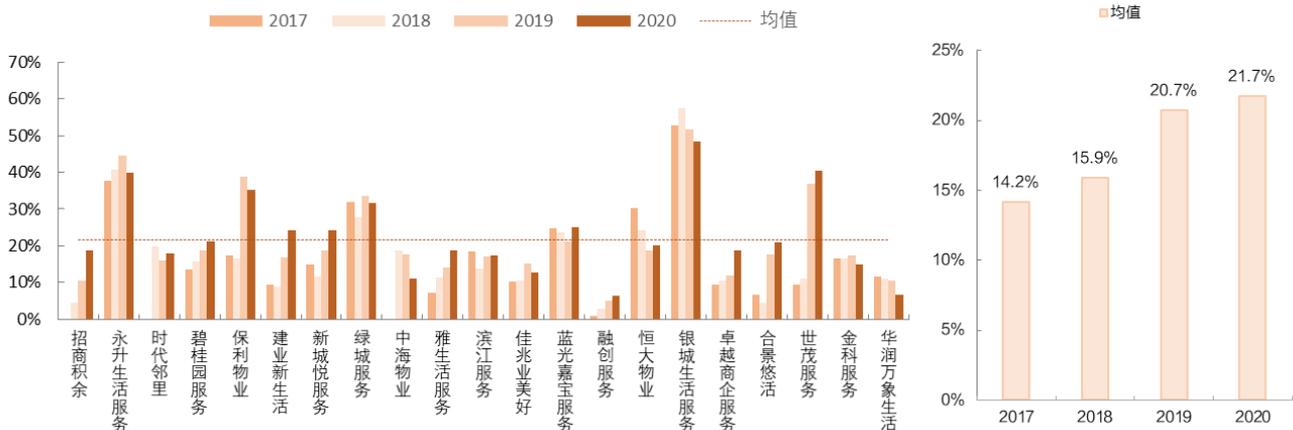
图 38：上市物管公司社区增值服务板块毛利率（23 家）



资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

从毛利占比来看，永升生活服务、保利物业、银城生活服务、世茂服务的社区增值业务对综合毛利贡献较大，占比分别达到 39.8%、35.3%、48.3%、40.4%。而中海物业、佳兆业美好、融创服务、金科服务和华润万象生活则分别以 11.2%、12.7%、6.4%、14.8% 和 6.7% 的增值服务毛利占比位居行业最小占比。

图 39：上市物管公司社区增值服务板块毛利占比（23 家）

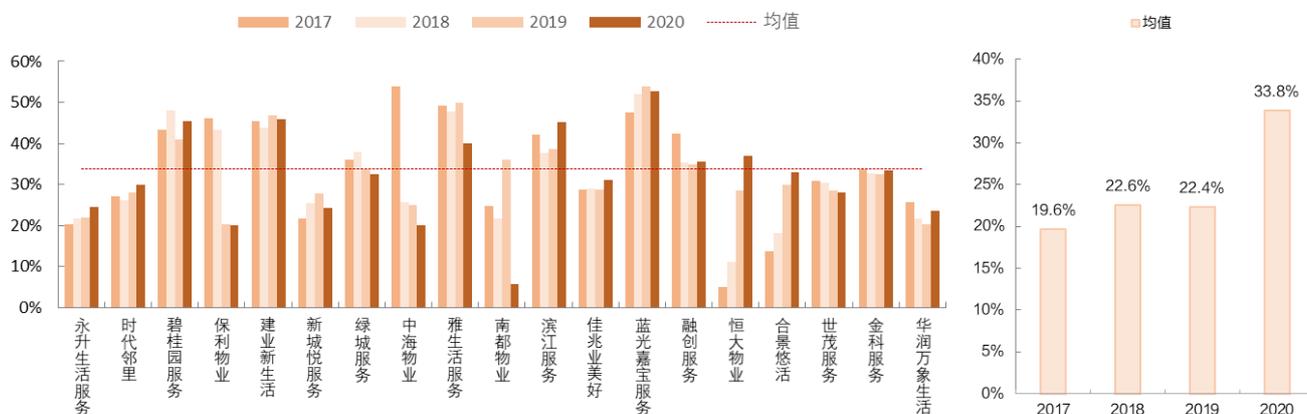


资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

#### 4.4. 非业主增值服务毛利率提升，毛利占比呈上升趋势

从我们统计的 19 家物业行业上市公司样本数据来看，20 年全年行业平均非业主增值服务毛利率为 33.8%，比 2019 年提升 11.5 个百分点。各家物管公司非业主增值服务毛利率普遍在 25%以上，低于 25%毛利率的公司仅有中海物业、保利物业、新城悦服务等 6 家。其中南都物业非业主增值毛利率为 5.7%。

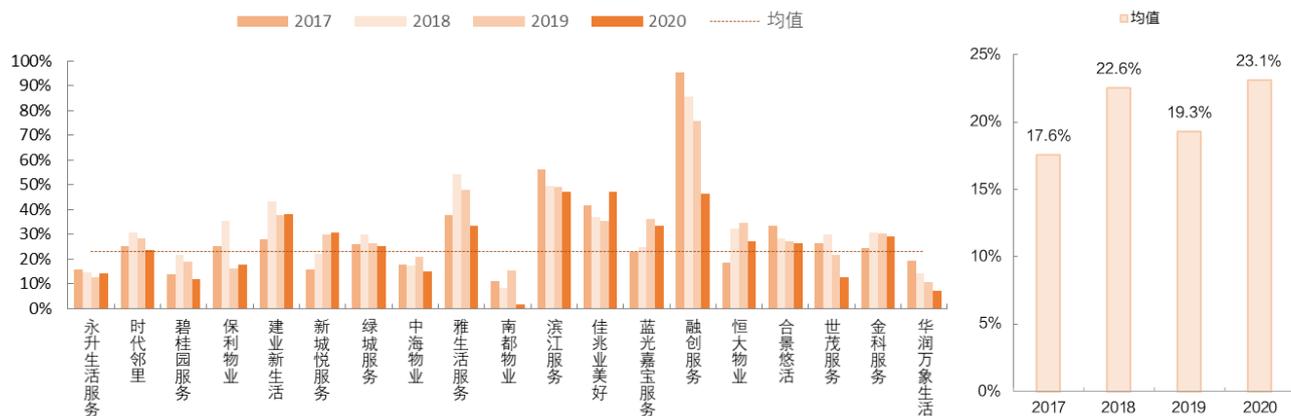
图 40：上市物管公司非业主增值服务板块毛利率（19 家）



资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

相应的非业主增值服务平均毛利占比达 23.1%，相比上年同期提升 3.8 个百分点，毛利占比在近几年波动较大，但总体呈上升趋势。该数据的波动主要与部分物管公司非业主增值服务收入在 17、18 年实现较大增幅，高基数下增速从 19 年开始逐渐放缓，而行业基础物业管理服务收入、社区增值服务收入均维持在较高增速水平，从而在收入/毛利曲线上导致 18、19 年非业主增值服务收入/毛利出现较大波动。

图 41：上市物管公司非业主增值服务板块毛利占比（19 家）



资料来源：wind，公司公告，公司年报，天风证券研究所

## 5. 投资建议

物管行业正处于成长初期，我们认为未来随着住宅物管集中度不断提升及非住宅业态潜力不断释放，在管规模将维持高成长性。同时增值服务业态仍在不断探索和丰富之中，未来具备充分的增长空间。短期重点推荐 A 股：招商积余；港股物业管理：保利物业、碧桂园服务、永升生活服务、金科服务、融创服务、新城悦服务、雅生活服务、绿城服务；建议关注：世茂服务、中海物业、华润万象生活、宝龙商业、卓越商企服务、合景悠活。

## 6. 风险提示

风险提示：物管费收缴不及时，人工成本过快上涨，并购整合不及预期等。

- 1) **物管费收缴不及时**：物管费收缴不及时会使得物管公司应收账款堆积，坏账拨备增加导致利润侵蚀；
- 2) **人工成本过快上涨**：雇员薪资福利增加，会使得整体成本上升，毛利率下降，从而影响公司利润水平；
- 3) **并购整合不及预期**：由于当前物管公司多借助收并购手段扩大公司规模，若存在并购整合无法顺利开展，或整合后效果不及预期，可能会导致公司运营资金使用效率降低，运营成本提升，影响公司整体盈利表现。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com