

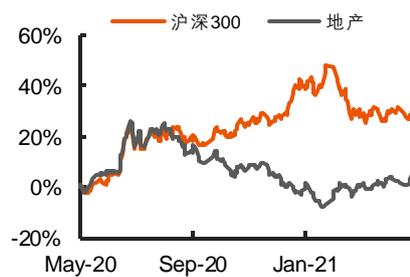
地产杂谈系列之三

商业物管与住宅物管差异之辨

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业深度报告*地产*地产政策洞察之一：首批集中供地开幕，土拍市场有何特征》 2021-05-12
 《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之二：顺丰房托上市在即，REITs架构与资产如何？》 2021-05-12
 《行业周报*地产*蓉越出台楼市新政，杭州集中供地热度延续》 2021-05-09
 《行业动态跟踪报告*地产*业绩增速放缓，“三条红线”指标改善》 2021-05-06
 《行业周报*地产*政治局首提防止学区房炒房，广州等四城集中供地》 2021-05-05

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
 S1060514080002
 0755-22621493
 yangkan034@pingan.com.cn

郑茜文 投资咨询资格编号
 S1060520090003
 zhengxiwen239@pingan.com.cn



- 模式差异：商管服务内容广，专业化程度高。**商业物管指对各类型商业物业及附属设备提供管理运营服务，主要涵盖购物中心、写字楼两大类型。服务内容涉及物业开发运营全流程，服务对象主要为单一企业客户。在基础物管、增值服务之外，商业物管更注重管理标的运营，服务范围更广、内容更丰富。同时考虑大型场地及设施设备管理，专业化程度亦更高。基于模式差异，商业物管相比住宅物管经营存在三大不同：1) 商管物业费、毛利率更高，盈利能力更强；2) 提价难度低，单项目随管理标的运营效果变化，具备成长属性；3) 物业费收缴率更高，储备项目转化节奏更快。
- 格局差异：集中度提升路径不同。**写字楼运营服务以国际物企为主，2019年TOP5收入集中度42.6%。除此之外，商业物管及住宅物管市场格局整体较为分散，提升空间较大。2019年购物中心管理运营收入TOP5、写字楼管理收入TOP5、住宅物管收入TOP10占比为23.4%、14.7%、19.5%。从集中度提升的可能路径来看，住宅物管独立外拓受百强房企销售集中度较高、存盘渗透难度较大等因素影响，竞争相对激烈；同时收并购激烈程度随规模扩张诉求增强而提升。优质商管企业由于具备专业优势、可促进资产保值增值，在新开发项目、存量项目拓展中机会更大，同时对于中小商管企业的收并购也可推动规模增长。
- 发展差异：运营服务与增值服务的选择。**2024年购物中心、写字楼管理面积有望达到7.5亿平米、7.8亿平米，2019-2024年复合增速7.1%、5.6%；2024年购物中心、写字楼管理运营收入有望达到2789亿元、848亿元，2019-2024年复合增速9.9%、9.7%，行业空间仍旧充足。区别于住宅物管以社区增值服务打开增量空间思路，商业物管面向的企业客户增值需求潜力有限。提升管理及运营效率、实现资产保值增值仍将为商管企业发展主流选择。
- 投资建议：商业物管空间广阔、格局分散，对比住宅物管，服务内容广泛、专业化程度高，提价及物业费收缴难度低、盈利能力强。同时基于专业优势，优质商管企业市场化拓展相对容易，市占率有望稳步抬升。整体看，商管行业属较优赛道，预计拥有完整产品线、运营能力占优企业有望脱颖而出，建议关注华润万象生活、宝龙商业、星盛商业、合景悠活、卓越商企服务。**
- 风险提示：1) 商业物管发展有赖于经济环境变化，若经济超预期下行，将对消费、办公需求产生负面影响，进而影响行业发展；2) 疫情反复将对购物中心运营、企业办公产生负面影响，不利于商业物管行业持续稳定增长；3) 若参与者基于规模诉求无节制收并购，或外资商管企业竞争优势扩大对本土企业发展形成压制，行业竞争格局面临恶化风险。**

正文目录

一、	模式差异：商管服务内容广，专业化程度高.....	4
二、	格局差异：集中度提升路径不同.....	7
三、	发展差异：运营服务与增值服务的选择.....	9
四、	投资建议.....	11
五、	风险提示.....	11

图表目录

图表 1	商管与住宅物管模式差异.....	4
图表 2	商用物管三类轻资产模式.....	5
图表 3	2020 年百强物企商业及办公物业费更高.....	6
图表 4	全业态物企分业务毛利率对比.....	6
图表 5	华润万象城、万象汇各阶段租金收入增速.....	6
图表 6	华润万象城、万象汇各阶段毛利率.....	6
图表 7	2020 年百强物企各业态物业费收缴率情况.....	7
图表 8	各物企 2020 年商业物管规模及储备情况.....	7
图表 9	2019 年各业态收入集中度.....	8
图表 10	商业物管与住宅物管集中度提升路径差异.....	8
图表 11	华润万象生活商业产品线.....	9
图表 12	星盛商业产品线.....	9
图表 13	宝龙商业产品线.....	9
图表 14	商管面积增长及预测.....	10
图表 15	商管收入增长及预测.....	10
图表 16	全国商业营业用房、办公楼开竣工规模.....	10
图表 17	商业物管及住宅物管非基础物管服务内容差异.....	11
图表 18	星盛商业运营管理服务收入占比较高.....	11
图表 19	碧桂园服务收入构成.....	11

一、模式差异：商管服务内容广，专业化程度高

商业物管指对各类型商业物业及附属设施设备提供物业管理运营服务。商业物业涵盖零售、批发、餐饮、娱乐、健身、休闲等经营用途的房地产形式，以及以办公为主要用途的房地产形式。购物中心和写字楼为商业物业两大主要类型。

商业物管覆盖物业开发管理全流程，包括前期咨询、招商，后期管理、运营，服务对象涉及业主及租户，纵向横向可挖掘潜力充足。对比住宅物管，商业物管模式存在诸多差异，导致经营效果存在不同，具体差异为：

- **服务客户不同**，商业物管主要面向单一企业客户，同时对租户提供运营管理服务、增值服务，住宅物管主要面向个人客户，同时向住宅开发商等企业客户提供非业主增值服务。
- **商业物管服务内容更广**，尽管从服务流程而言，商业物管与住宅物管均可从项目开发前期介入，例如商管的定位咨询、住宅物管的销售案场服务，但商业物管除提供基础物管服务、增值服务外，更侧重商业项目运营，服务内容更为丰富。
- **商业物管专业化程度更高**，一方面项目运营要求物管公司兼具服务能力与经营者意识，另一方面由于服务空间多为购物中心、写字楼或商业综合体，丰富的综合设施管理经验同样不可或缺。
- **收入构成存在差异**，商业物管收取基础物管服务收入、增值服务收入、咨询、招商、品牌授权等费用，以及与运营效果强关联的运营管理服务收入，住宅物管收入则主要包括基础物管服务收入、增值服务收入。

图表1 商管与住宅物管模式差异

	住宅物管	商用物管	商务物管
服务客户	住宅业主	购物中心业主	写字楼业主
	住宅开发商	租户	租户
服务内容	基础物管服务	定位、建筑咨询及租户招揽服务	运营服务：租赁管理服务、资产管理与运营服务、写字楼开业筹备服务、写字楼大宗交易服务等
	社区增值服务	运营管理服务	物业管理服务：传统物业管理服务、增值服务
	非业主增值服务	增值服务	——
	——	物业租赁服务	——
收入来源	向住宅业主收取基础物管服务、社区增值服务收入	向购物中心业主收取定位、建筑咨询及租户招揽服务收入、运营管理服务收入、品牌授权费用等	向写字楼业主收取运营服务收入、传统物业管理服务收入、增值服务收入
	向住宅开发商收取非业主增值服务收入	向租户收取运营管理服务收入、增值服务收入等	向租户收取增值服务收入
代表企业	碧桂园服务、永升生活服务	华润万象生活、星盛商业、合景悠活、宝龙商业	华润万象生活、卓越商企服务

资料来源：平安证券研究所

将范围缩小至购物中心等商用物业管理，商管企业主要通过三种轻资产模式提供服务，即委托管理模式、品牌及管理输出模式、整租服务模式，不同模式下商管企业参与程度不同，并向不同客群提供不同组合服务。对比来看，住宅物管当前主要受业主委托全权管理社区物业，类似委托管理服务，模式相对单一。

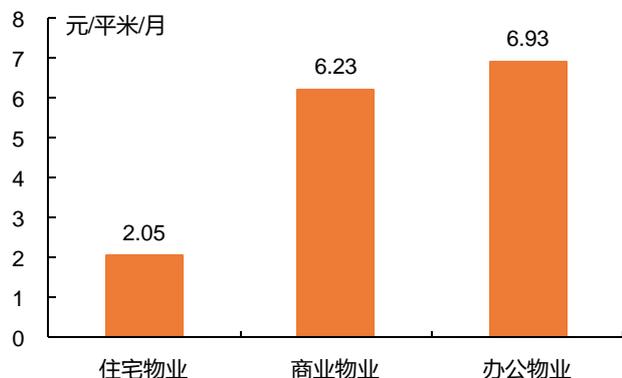
图表2 商用物管三类轻资产模式

	委托管理服务	品牌及管理输出服务	整租服务
模式概况	获业主委托全权管理商用物业	公司作为专业管理人为业主管理商用物业，公司仅委聘项目的核心管理团队	租赁物业并向租户分租，公司全权负责商用物业管理及经营
所提供的服务	定位、建筑咨询及租户招揽服务	定位、建筑咨询及租户招揽服务	物业租赁服务
	运营管理服务	运营管理服务	运营管理服务
	增值服务	——	增值服务
收入来源	就定位、建筑咨询及租户招揽服务向业主收取固定费用	就定位、建筑咨询及租户招揽服务向业主收取固定费用	向租户收取租金
	就运营管理服务向业主收取收入或利润的预定百分比或固定费用	就运营管理服务向业主收取收入或利润的预定百分比或固定费用	向租户收取管理费
	就运营管理服务向租户收取管理费	向业主收取品牌授权费用	就增值服务向相关客户收取公共空间使用费
	就增值服务向相关客户收取公共空间使用费	——	——
成本构成	管理商用物业的日常运营成本	仅承担与项目有关的员工成本（部分由业主补偿），不承担运营成本	管理商用物业的日常运营成本，并定期向业主支付租金
客户	业主	业主	租户
	租户	——	获得增值服务的其他客户
	获得增值服务的其他客户	——	——

资料来源：星盛商业招股书，平安证券研究所

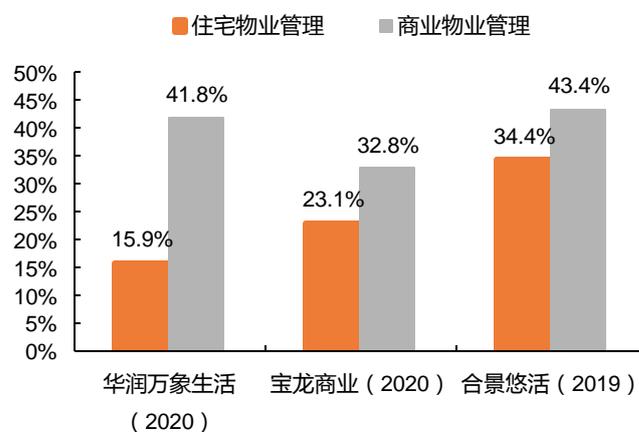
商管物业费、毛利率更高，提价难度较低。由于商业物管主要面对单一企业业主，沟通成本更低，且资产保值增值意愿下业主愿为品质服务买单，导致价格敏感度较低。2020年百强物管企业商业物业平均物业费 6.23 元/平米/月、办公物业平均物业费 6.93 元/平米/月，远高于住宅水平（2.05 元/平米/月）。考虑商管定价机制市场化，叠加合同期限明确、存在调整可能性，商管提价概率增强。毛利率视角下，从同时覆盖住宅物管及商业物管的全业态物管企业盈利能力来看，各物企商管板块毛利率普遍高于住宅物管，商管盈利能力更强。

图表3 2020年百强物企商业及办公物业费更高



资料来源:中指院, 平安证券研究所

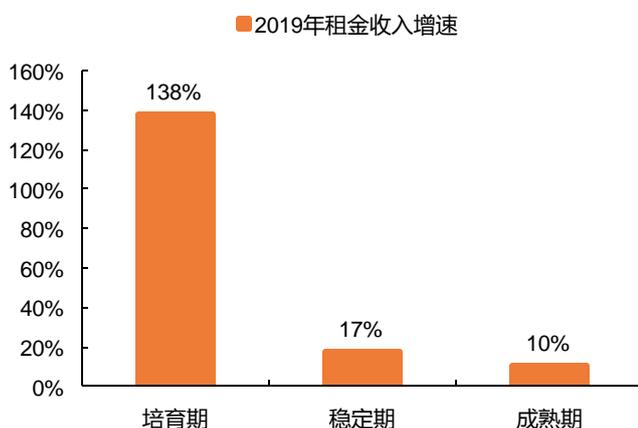
图表4 全业态物企分业务毛利率对比



资料来源:Wind, 平安证券研究所

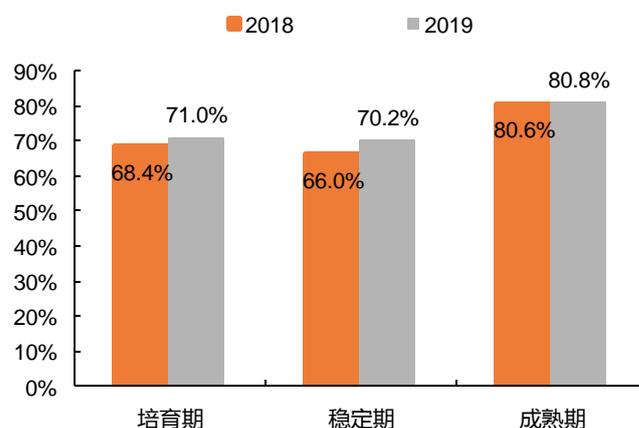
商管单项目具备成长属性。以购物中心为例, 单一项目培育期、稳定期、成熟期大致为开业后 3 年以内、开业 3-5 年、开业 5 年以上。从华润万象城、万象汇各阶段项目运营情况来看, 培育期租金增速最高, 2019 年同比增长 138%, 稳定期、成熟期租金收入同样保持增长, 2019 年同比增长达 10% 以上。由于商业物管与标的资产运营效果联系紧密, 收入受租金、项目收入/利润影响较大, 与住宅项目交付即巅峰相比 (考虑社区增值服务盈利模式尚未大规模打通), 单个商管项目具备一定成长属性。

图表5 华润万象城、万象汇各阶段租金收入增速



资料来源:华润万象生活2019年年报, 平安证券研究所

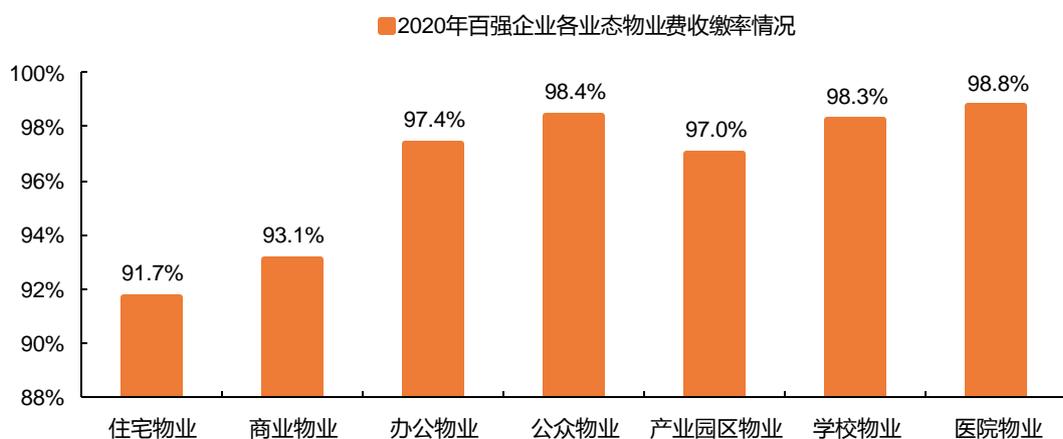
图表6 华润万象城、万象汇各阶段毛利率



资料来源:华润万象生活2019年年报, 平安证券研究所

商管收缴率更高, 储备转化节奏较快。由于商业管理面向企业业主, 存在预收物管费可能, 同时也可能授予企业业主缴纳信用期限, 综合来看, 商管物业费收缴率高于住宅物管。2020 年百强物管企业商业物业、办公物业收缴率分别为 93.1%、97.4%, 住宅物业收缴率则为 91.7%。

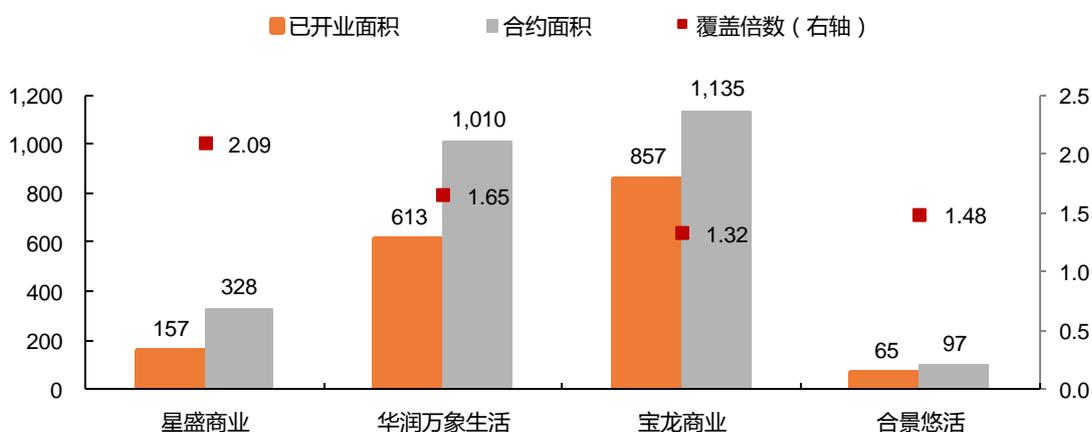
图表7 2020年百强物企各业态物业费收缴率情况



资料来源:中指院, 平安证券研究所

商管项目往往从开业/入驻前开始介入, 如在购物中心开业前提供前期规划与咨询服务、租户招揽服务, 在写字楼入驻前进行全面承接查验。从各企业商业物管规模来看, 2020年末合约面积普遍高于已开业面积。草根调研了解到, 购物中心可在开业前 1-2 年介入, 写字楼不考虑招商等服务, 签约至入驻大约耗时 3-6 月, 整体看低于住宅物业销售至竣工时间周期 (2-3 年)。

图表8 各物企 2020年商业物管规模及储备情况

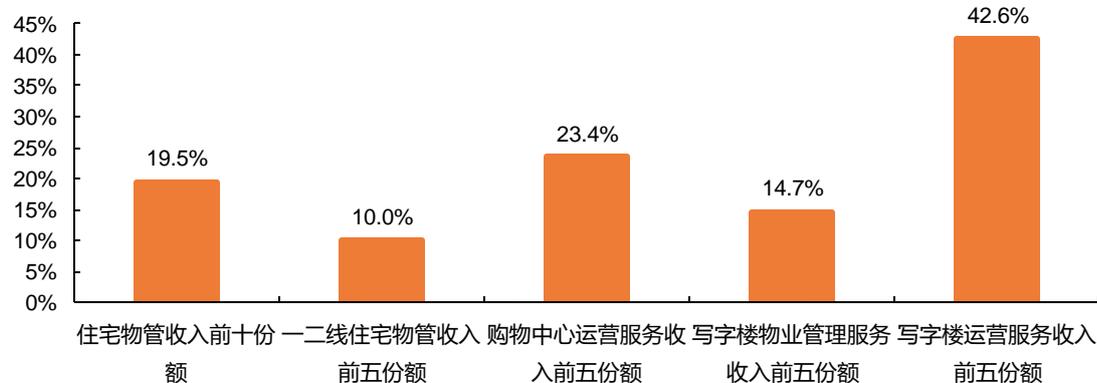


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

二、格局差异：集中度提升路径不同

竞争格局方面, 写字楼运营服务以国际物企为主, 2019年 TOP5 收入占比 42.6%。除此之外, 商业物管及住宅物管市场格局整体较为分散, 仍存在较大提升空间。对比来看, 2019年购物中心运营服务收入前五份额为 23.4%, 相对更高, 反映具备专业优势领先企业或已形成一定市场影响力。

图表9 2019年各业态收入集中度



资料来源:佛若斯特沙利文报告, 平安证券研究所

进一步探讨行业集中度提升可能的演变路径。商业物管企业规模壮大方式与住宅物管一致, 均主要为关联方支持、独立外拓、收并购。

住宅物管方面, 优势物企关联方支持规模可观, 但从第三方拓展来看, 百强房企旗下大多有对应物管企业, 考虑百强房企 2020 年销售面积市占率 47.9%, 留给市场的新盘外拓空间有限、竞争相对激烈。存盘外拓则由于需业委会成立等因素影响, 短期大规模推进难度较大。对比而言, 收并购为快速提升规模的有效手段, 其竞争激烈程度随规模扩张诉求增强而提升, 同时收并购面临耗资数量大、整合效果存疑等问题。

商业物管方面, 除去关联方支持, 基于高壁垒及差异化特征, 优势商管企业在存量项目拓展、中小房企甚至百强房企新开发项目拓展方面均具备可能。另一方面, 对于中小商管企业的收并购也可推动优势企业规模增长。值得注意的是, 随着近年多家商管企业上市, 扩规模诉求下无论市场化拓展还是第三方收并购均有竞争加剧趋势, 未来拥有完整产品线、运营能力突出企业有望脱颖而出。

图表10 商业物管与住宅物管集中度提升路径差异

	住宅物管	商业物管
关联房企支持	√	√
新落成项目拓展	百强房企销售市占率较高, 大多有对应物管企业, 市场化空间有限、竞争相对激烈	专业化程度高, 竞争激烈程度相对较弱
存量项目拓展	短期大规模推进难度较大	专业化程度高, 推进难度较小
收并购	扩规模手段, 激烈程度随规模诉求增强提升	扩规模手段, 借助完整产品线、优秀运营能力进行整合

资料来源:平安证券研究所

图表11 华润万象生活商业产品线

	万象城 一二线城市的城市级购物中心
	万象汇 一二线城市的区域购物中心 三四线城市的城市级购物中心

资料来源:公司官网, 平安证券研究所

图表12 星盛商业产品线



资料来源:公司官网, 平安证券研究所

图表13 宝龙商业产品线



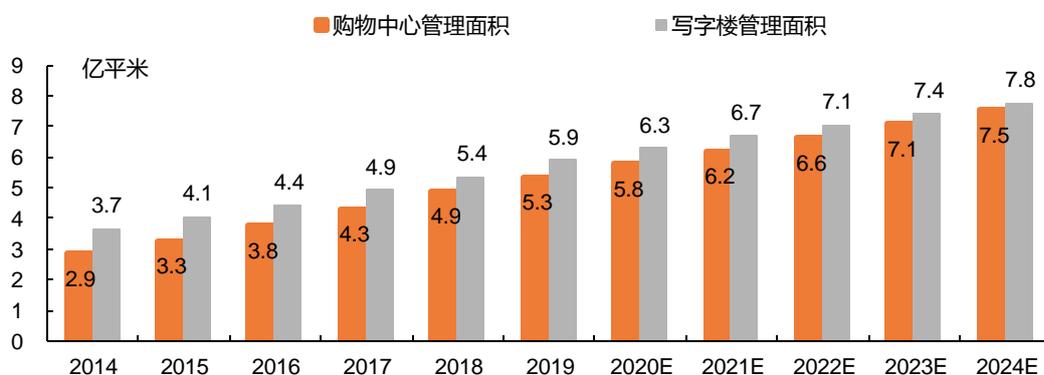
资料来源:公司官网, 平安证券研究所

三、 发展差异：运营服务与增值服务的选择

商管行业空间广阔，增速可观。2020年全国在管购物中心面积5.3亿平米、在管写字楼面积5.9亿平米，2014-2019年复合增速13.4%、10%，2020年购物中心管理运营收入1739亿元、写字楼管理运营收入534亿元，2014-2019年复合增速14.4%、13.8%。

随着经济持续发展、消费水平提升以及办公需求增长，后续商业物业规模仍有望持续增长，带动商管规模提升。近年全国商业营业用房、办公楼新开工维持稳定，处于历史偏高水平，保障短期规模增长。根据佛若斯特沙利文报告预测，2024年购物中心、写字楼管理面积有望达到7.5亿平米、7.8亿平米，2019-2024年复合增速7.1%、5.6%；2024年购物中心、写字楼管理运营收入有望达到2789亿元、848亿元，2019-2024年复合增速9.9%、9.7%。考虑较为分散的市场格局，主流商管企业仍具备较大增长潜力。

图表14 商管面积增长及预测



资料来源:佛若斯特沙利文报告, 平安证券研究所

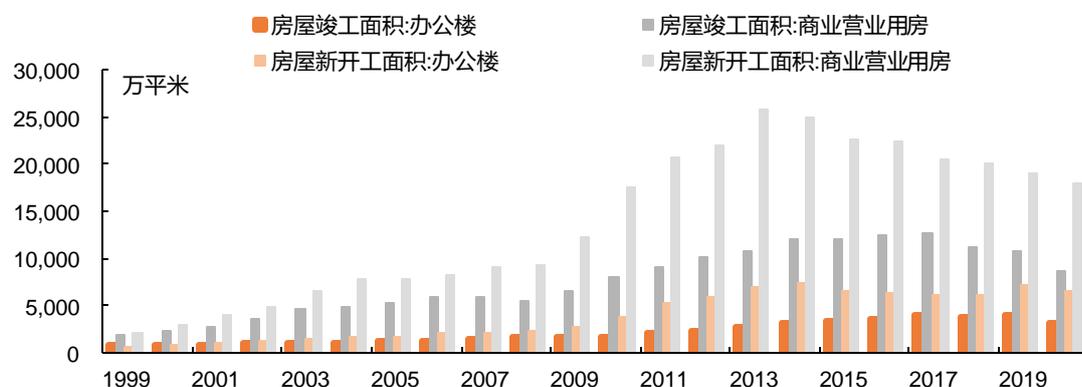
图表15 商管收入增长及预测



资料来源:佛若斯特沙利文报告, 平安证券研究所

注: 购物中心收入包括向分租模式租户收取的租金收入

图表16 全国商业营业用房、办公楼开竣工规模



资料来源:Wind, 平安证券研究所

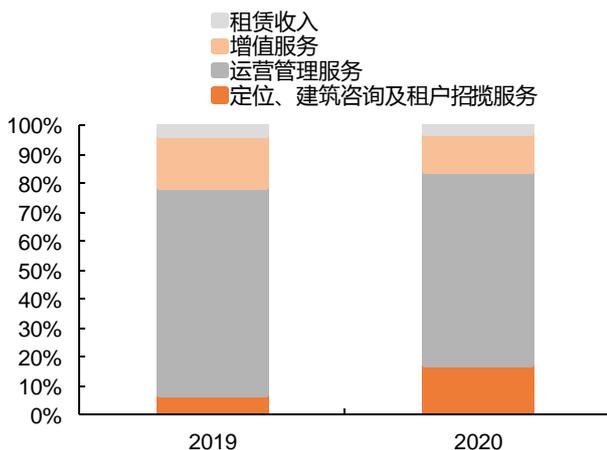
通过服务内容拆解探讨后续可能的发展方向。区别于住宅物管以社区增值服务打开增量空间的思路，商管增值服务主要面向企业客户，需求挖掘潜力相对有限。预计商管企业进一步发展仍将侧重于标的资产运营，通过提升经营效率、推动保值增值，实现多方共赢。

图表17 商业物管及住宅物管非基础物管服务内容差异

	住宅物管	购物中心管理	写字楼管理
运营服务	无	制订运营策略、举行营销及推广活动、租户管理服务、收租服务等	租赁管理服务、资产管理与运营服务、写字楼开业筹备服务、写字楼大宗交易服务等
增值服务	社区增值服务：社区零售、家政、美居等社区生活全场景服务； 非业主增值服务：面向住宅开发商的案场咨询、开荒清洁等服务	购物中心公共空间及广告空间服务	智能楼宇服务、企业服务（包括高端商务接待、集采、办公室会议室管理等）、特定增值服务

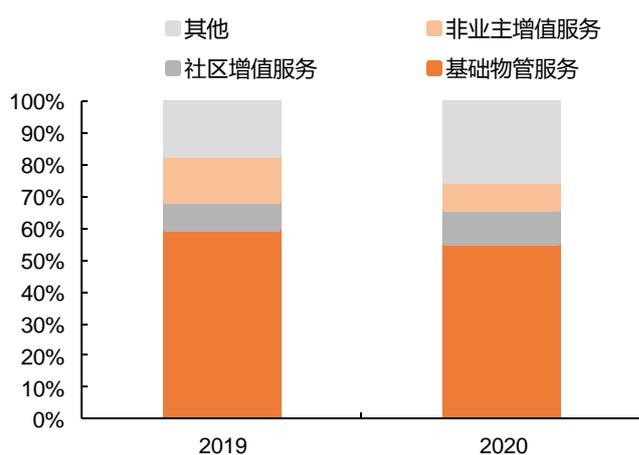
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表18 星盛商业运营管理服务收入占比较高



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 碧桂园服务收入构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、投资建议

商业物管空间广阔、格局分散，对比住宅物管，服务内容广泛、专业化程度高，提价及物业费收缴难度低、盈利能力强。同时基于专业优势，优质商管企业市场化拓展相对容易，市占率有望稳步抬升。整体看，商管行业属较优赛道，预计拥有完整产品线、运营能力占优企业有望脱颖而出，建议关注华润万象生活、宝龙商业、星盛商业、合景悠活、卓越商企服务。

五、风险提示

- 1) 经济下行风险：商业物管行业发展有赖于经济环境变化，若经济超预期下行，将对消费、办公需求产生负面影响，进而影响商管行业发展；
- 2) 疫情反复风险：疫情反复将对购物中心运营、企业办公产生负面影响，不利于商业物管行业持续稳定增长；
- 3) 竞争格局恶化风险：若参与者基于规模诉求无节制收并购，或外资商管企业竞争优势扩大对本土企业发展形成压制，行业竞争格局面临恶化风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

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

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

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

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033