

## 天高海阔，物业管理行业迎来“黄金时代”

### ——物业管理行业深度报告

## 房地产行业

### 推荐 (维持评级)

#### 核心观点:

- **物管行业进入黄金发展期，“新”变化不断涌现。**2020年资本市场迎来史上最大规模上市潮，全年共计18家公司赴港上市。目前头部物业公司已基本完成资本市场布局，在港交所提高主板IPO盈利要求的背景下，中小型公司上市进程或受阻。随着板块稀缺性降低及行业的加速发展，物管公司的估值水平逐渐分化，关联公司实力雄厚、品牌力强、业务拓展增速快的公司更能得到市场的认可。行业处于快速扩张阶段，头部企业市占率稳步提升，实现高营收+高增长；企业进行全国化布局趋势，聚焦城市群；高业绩指引提供确定性，科技赋能加速行业发展。
- **多重政策利好助力估值抬升。**10部门联合印发《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》进一步打开行业空间；“十四五”规划首提物业行业，智慧物业引领未来；规范型政策向鼓励型政策转变，物业费动态定价逐渐推行；老旧小区改造为市场带来增量空间。
- **千亿存量市场待开拓，万亿增量市场助飞跃。**存量市场方面，当前无物业面积占比33%，在管面积远远未达天花板，仅基础物业服务就有近万亿级市场待开拓；增量市场方面，预计2030年市场规模达2.5万亿，增量规模近1万亿，天空海阔助力行业飞跃。
- **行业属性决定估值底，企业品牌力决定估值顶。**相较于房企地产开发，物管行业具有轻资产、低负债率、现金流稳定的优势且不受行业周期性波动影响，这决定了行业较高的估值下限水平。物管公司优质的服务水平带来的品牌效应为业绩增长提供有效背书，品牌力是公司具有较强定价能力以及实现长久发展的关键。
- **基础物管业务仍是物管公司最重要的基本盘和成长性的保障。**基础物管业务仍是物业公司的基本盘，增值服务业务占比有增长趋势。短期而言，关联地产公司近三年的高销售将增厚物管公司的业绩，长期来看，关联公司丰厚的土储面积将增强公司运营的确信性。外拓能力是物管公司的核心竞争力。
- **增值业务打开业绩增长空间。**增值服务已经成为优质物业公司业务发展的重要组成部分，增值服务业务有取代基础物业服务成为未来利润核心来源的趋势。目前非业主增值服务较成熟，未来社区增值服务将迎来发展爆发期。
- **投资建议：**物业管理行业全面迎来黄金时代，万亿级市场空间助飞跃，多重政策利好进一步打开行业空间。目前行业正处于快速扩张阶段，科技赋能加速行业发展，头部公司全国化布局趋势已现。轻资产、低负债率、现金流稳定的行业属性为估值提供支撑，高业绩指引和企业品牌力为估值提升创造想象空间。我们长期看好行业未来的发展以及头部企业的投资机会，A股建议关注招商积余、新大正，H股建议关注碧桂园服务、华润万象生活、金科服务、永生生活服务。
- **风险提示：**增值业务拓展不及预期，收并购进展不及预期，人力成本上升压缩盈利空间

#### 分析师

潘玮

☎: (8610) 8092 7613

✉: panwei@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511070002

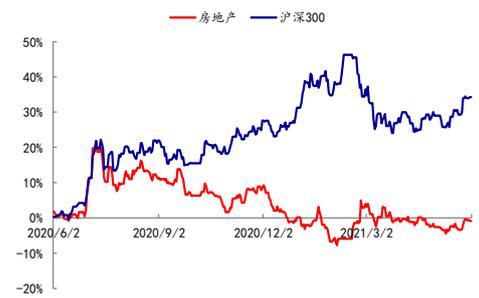
王秋蘅

☎: (8610) 8092 7726

✉: wangqiuheing\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050006

#### 相对沪深300表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河地产潘玮团队】行业深度报告\_房地产行业\_供给侧改革促发展，发掘行业新机遇\_行业2021年年度投资策略

【银河地产潘玮团队】行业深度报告\_房地产行业\_乘住宅开发价值重估东风，扬经纪业务景气上行之帆——房地产行业2020年四季度策略

【银河地产潘玮团队】行业深度报告\_房地产行业\_住宅基本面持续改善，物业+园区REITs多元发展——房地产行业2020年中期策略

【银河地产潘玮团队】行业深度报告\_房地产行业\_2020年年度策略报告: 行业新形势，房企新形态



## 目录

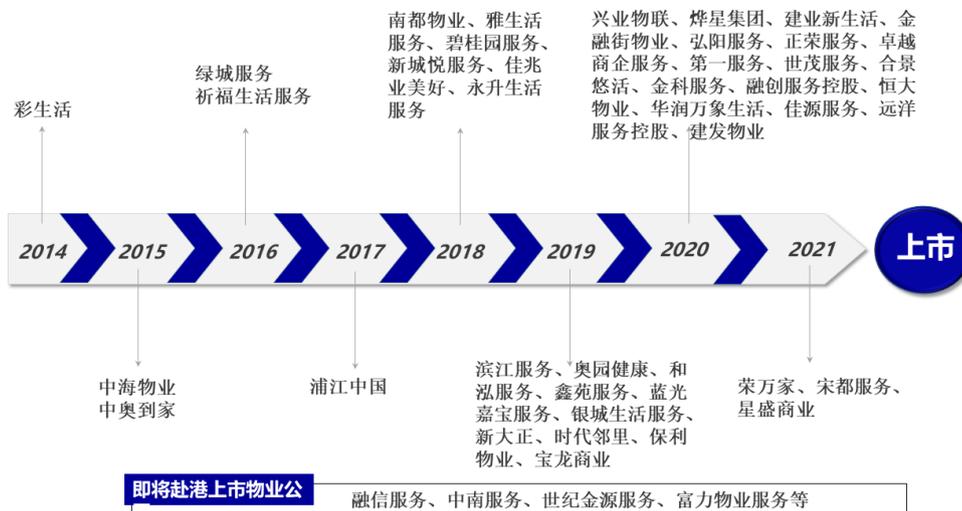
一、行业进入黄金发展期，“新”变化不断涌现.....	1
（一）上市潮热度企顶，分化效应已现.....	1
（二）头部公司资本市场布局基本完成，中小公司上市受阻.....	2
（三）行业发展全面进入“黄金时代”.....	3
二、物业公司高估值是否有支撑？.....	8
（一）多重政策利好助力估值抬升.....	8
1.《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》进一步打开行业空间.....	8
2.十四五规划首提物业行业，智慧物业引领未来.....	9
3.规范型政策向鼓励型政策转变，物管费动态定价逐渐推行.....	10
4.老旧小区改造为市场带来增量空间.....	11
（二）千亿存量市场待开拓，万亿增量市场助飞跃.....	12
1.存量市场方面，当前无物业面积占比33%，在管面积远远未达天花板.....	12
2.增量市场方面，预计2030年市场规模达2.5万亿，增量规模近1万亿，天空海阔助力行业飞跃.....	13
（三）行业属性决定估值底，企业品牌力决定估值顶.....	13
1.物管行业的轻资产、低杠杆、现金牛的属性决定估值底.....	13
2.物管公司的品牌力决定估值顶.....	14
三、基础物管是基本盘，外拓能力决定能否走的更远.....	16
（一）基础物管业务仍是物管公司最重要的基本盘和成长性的保障.....	16
1.基础物管仍然是物业公司的基本盘.....	16
2.关联地产公司的高销售及土储将增强物管公司业绩确定性.....	16
3.外拓能力是物管公司的核心竞争力.....	17
（二）增值业务打开业绩增长空间.....	18
1.增值服务业务有取代基础物业服务成为未来利润核心来源的趋势.....	18
2.目前非业主增值服务较成熟，未来社区增值服务将迎来发展爆发期.....	19
四、投资建议.....	22
五、风险提示.....	22
插图目录.....	23
表格目录.....	24

## 一、行业进入黄金发展期，“新”变化不断涌现

### (一) 上市潮热度企顶，分化效应已现

**1. 2020 年资本市场迎来史上最大规模上市潮。**自 2018 年以来，房企分拆物业赴港股上市成为热潮，这一现象在 2020 年演绎到了极致。2020 年全年共计 18 家物业公司赴港上市，其中包括恒大物业、华润万象生活、金科服务、世茂服务等，上市数量是 2018 年的 3 倍，并与前五年上市总和大体相当。2021 年初至今，共有 20 家物管公司向港交所递交上市申请，但由于大部分规模较小，对存量上市公司的冲击较小。正在处于上市聆讯的公司有：中南服务、融信服务、富力物业服务、世纪金源服务、越秀服务、明宇商服、海悦生活、新力服务、康桥悦生活等 17 家企业。

图 1：物业管理公司上市情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

**2. 部分新股出现破发现象，赚钱效应减弱。**前几年上市的物管公司在上市首日的表现普遍较为优异，而 20 年部分新股却出现了破发的现象，我们认为这背后的主要原因为：1) 随着上市企业增多，物管行业赛道逐渐拥挤，板块标的的同质性增强、稀缺性降低，导致市场更倾向于选择基本面优异、业务具有特色优势、管理团队成熟的公司，进而部分新股的赚钱效应相应减弱；2) 随着近两年物管公司在二级市场的高热度，后期上市的物管公司在一级市场的定价也相应抬升，因此留给二级市场的空间有限。从 2018 年 12 月以来上市的 10 家物业管理公司可以看出，在规模相似的情况下，2020 年上市的物业公司首发市盈率普遍高于前期上市的公司。比如，时代邻里首发市盈率为 65x，是在管面积相近但是早上市一年的永升生活服务的 3 倍；20 年 10 月上市的世茂服务首发市盈率为 91x，更是远超规模相似、19 年同期上市的蓝光嘉宝服务（19x），是行业龙头保利物业首发市盈率的近 2 倍。

**表 1: 物业管理公司首发市盈率及在管面积和签约面积对比**

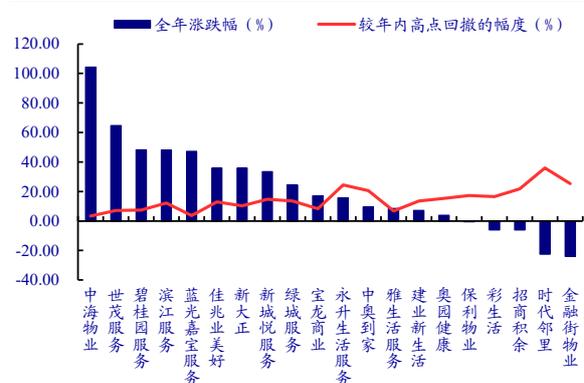
证券代码	证券简称	首发上市日期	首发市盈率(摊薄)	在管面积(百万平方米)	签约面积(百万平方米)
1995.HK	永升生活服务	2018年12月	29.1970	77.2	142.8
2168.HK	佳兆业美好	2018年12月	15.3654	48.8	59.2
3316.HK	滨江服务	2019年3月	27.1394	16.8	30.2
2606.HK	蓝光嘉宝服务	2019年10月	19.2339	89.9	140.7
6049.HK	保利物业	2019年12月	48.8071	316.8	493.4
9928.HK	时代邻里	2019年12月	64.5476	79	105.9
9909.HK	宝龙商业	2019年12月	37.4548	7	9.9
9983.HK	建业新生活	2020年5月	31.4733	70.1	144
1502.HK	金融街物业	2020年7月	22.5577	21.6	23.9
0873.HK	世茂服务	2020年10月	90.9891	85.7	125.5

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**3. 板块估值分化。**我们统计了重点跟踪的 20 家“A+H”物业管理公司截至 2021 年 5 月 18 日的估值水平、全年涨幅及较年内高点回撤幅度。大部分已上市物业股目前市盈率在 10-60 倍, 在 20 家物管公司中, 大于 50 倍市盈率的物业公司有 2 家, 分别为碧桂园服务、永升生活服务; 小于 10 倍市盈率的物业公司有 2 家, 分别为彩生活、中奥到家。截至 2021 年 5 月 18 日, 我们重点跟踪的 20 家物管公司在年内多数实现了上涨, 中海物业实现了 104% 的涨幅, 世茂服务、碧桂园服务、滨江服务、蓝光嘉宝服务均实现了 40% 以上的上涨。随着板块稀缺性降低及行业的发展, 物业管理公司的估值水平逐渐分化, 关联公司实力雄厚、品牌力强、业务拓展增速快的公司更能得到市场的认可。

**图 2: 样本物业管理公司目前的估值水平**


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

**图 3: 样本物业管理公司全年涨幅及较年内高点回撤幅度**


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## (二) 头部公司资本市场布局基本完成, 中小公司上市受阻

**1. 头部物业公司已基本完成资本市场布局, IPO 高潮或已过。**我们根据中指院的物业企业 TOP100 榜单, 梳理出 TOP20 企业目前的上市情况。TOP10 的 10 家企业中, 除龙湖物业、金地物业、万物云(万科)外, 已全部完成了资本市场的布局; TOP11-20 的 34 家企业中, 已完成上市的有 18 家, 未完成上市的有 16 家, 且基本集中在 15 名之后。在未上市的企业中, 只有很少的企业有明确的 IPO 计划, 其中富力物业服务、越秀服务和融信服务正在上市聆讯中。

**2. 联交所刊发主板 IPO 盈利新要求，中小型物管公司上市进程或受阻。**港交所全资附属公司联交所刊发有关主板盈利规定的咨询文件，提高了主板 IPO 的盈利要求。由近一财年盈利 2000 万元增加至 5000 万元或 6000 万元，近两财年盈利 3000 万元增加至 7500 万元或 9000 万元，同时也提出了过渡安排。我们认为主板盈利要求的提升，一方面将对中小型物管公司的上市进程造成冲击，部分盈利未达到新要求的物管公司将推迟或取消上市计划；另一方面头部物管公司的并购机会增加，将进一步提升管理规模、提高市场地位。

**表 2: 头部物业公司上市情况一览**

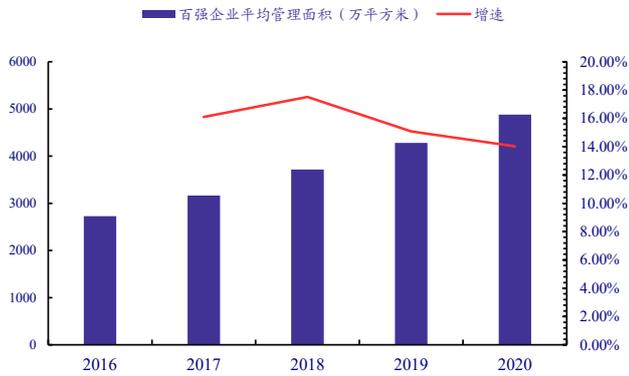
排名	企业名称	是否上市	排名	企业名称	是否上市
1	碧桂园服务控股有限公司	已上市	14	深圳市卓越物业管理有限责任公司	已上市
2	绿城物业服务集团有限公司	已上市	14	山东省诚信行物业管理有限公司	未上市
3	保利物业发展股份有限公司	已上市	14	合生活科技集团有限公司	未上市
4	雅居乐雅生活服务股份有限公司	已上市	15	鲁能物业服务集团有限公司	未上市
5	恒大金碧物业（金碧物业有限公司）	已上市	15	南都物业服务集团股份有限公司	已上市
6	彩生活服务集团	已上市	15	广东中奥物业管理有限公司	已上市
7	龙湖物业服务集团有限公司	未上市	15	山东明德物业管理集团有限公司	未上市
8	深圳市金地物业管理有限公司	未上市	15	广东龙光集团物业管理有限公司	未上市
9	招商局积余产业运营服务股份有限公司	已上市	15	广州奥园物业服务集团有限公司	已上市
10	金科物业服务集团有限公司	已上市	16	金融街物业股份有限公司	已上市
11	华润物业科技服务有限公司	已上市	16	上海高地物业管理有限公司	未上市
11	四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司	已上市	16	财信智慧生活服务集团有限公司	未上市
11	幸福基业物业服务集团有限公司	未上市	17	广州越秀物业发展有限公司	上市聆讯
11	新城悦服务集团有限公司	已上市	17	合景泰富物业	已上市
11	佳兆业美好集团有限公司	已上市	18	亿达服务集团有限公司	未上市
12	北京首开鸿城实业有限公司	未上市	18	江苏银河物业管理有限公司	未上市
12	河南建业新生活服务有限公司	已上市	18	重庆天骄爱生活服务股份有限公司	未上市
12	世茂天成物业服务集团有限公司	已上市	19	荣万家生活服务股份有限公司	已上市
12	上海永升物业管理有限公司	已上市	19	正荣物业服务集团有限公司	已上市
12	时代邻里控股有限公司	已上市	20	阳光城物业服务集团有限公司	未上市
13	远洋亿家物业服务股份有限公司	已上市	20	融信物业服务集团有限公司	上市聆讯
13	富力物业服务集团	上市聆讯			

资料来源：中国指数研究院，中国银河证券研究院

### （三）行业发展全面进入“黄金时代”

**1. 行业处于快速扩张阶段，头部企业市场占有率稳步提升。**2020 年百强企业平均管理面积为 4879 万平方米，同比+14.03%，增速略有放缓。随着头部企业收并购，市场化拓展步伐不断加快，以及管理效率不断提升，行业头部聚集效应显著，2020 年百强房企市场占有率达 49.71%，同比+13.99%，近 3 年来市占率增速保持在 12% 以上。

图 4: 2016-2020 年百强企业管理面积增长情况



资料来源: 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

图 5: 2016-2020 年百强企业市占率增长情况

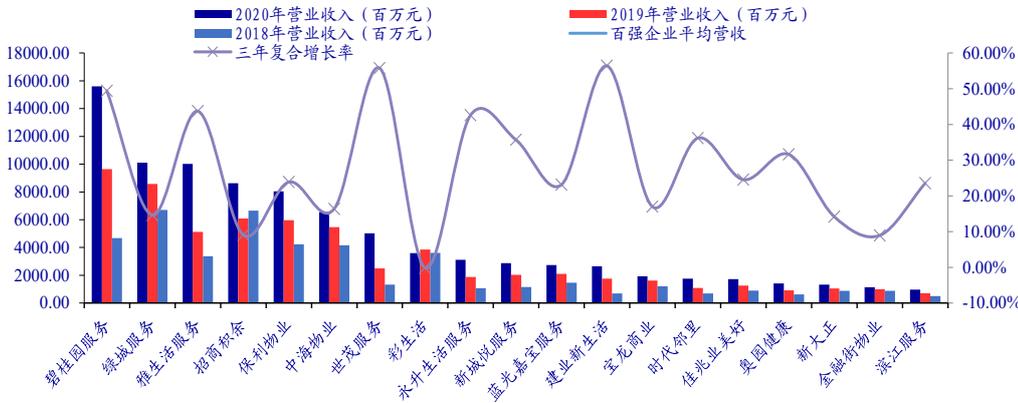


资料来源: 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

**2. 上市企业马太效应显著, 头部企业实现高营收+高增长。**我们选取 20 家典型上市物业管理企业进行分析。营业收入方面, 20 家企业营业收入均值 46.93 亿元, 高于百强企业均值 11.73 亿元, 营收增速均值 42.41%, 高于百强企业的 12.81%。2018-2020 年除彩生活外, 均实现营收阶梯式增长, 其中建业新生活及世茂服务三年复合增长率分别高达 56.40%、55.78%。样本企业营收规模差异显著, 头部企业在大基数基础上保持较高的增长率。2020 年, 第一梯队碧桂园服务、绿城服务、雅生活服务营业收入均突破百亿大关, 分别为 156 亿、101 亿及 100 亿, 实现三年复合增长率 49.43%、14.63%、43.73%, 值得注意的是, 第一梯队企业并未因为基数庞大而有更低的增长率; 第二梯队营收位于 0.2-1.0 百亿区间的企业共 9 家, 平均三年复合增长率为 21.91%, 低于第一梯队平均值 6.74pct; 第三梯队营收低于 0.2 百亿的企业共 8 家, 平均三年复合增长率为 21.93%, 20 家样本上市企业中仅金融街物业及滨江服务低于百强平均值。

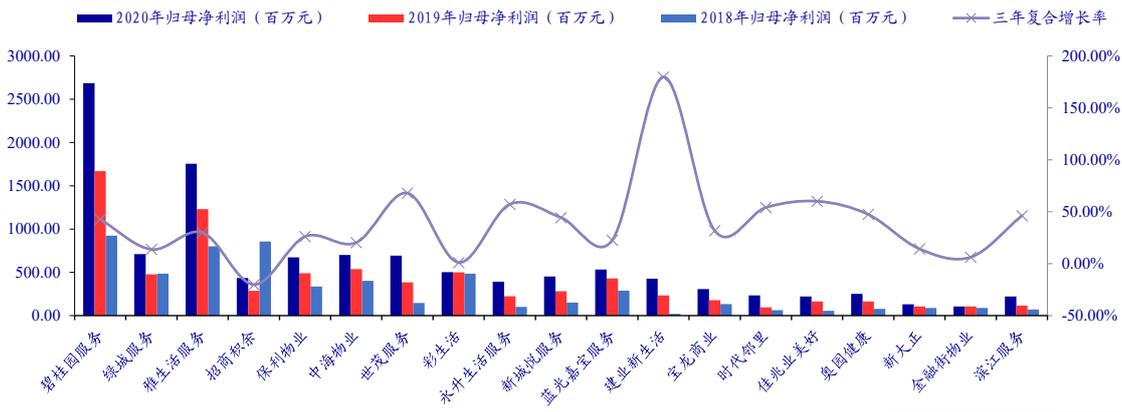
归母净利润方面, 物业企业持续探索高利润率业务模式, 积极进行多元化布局, 盈利能力不断提高, 2020 年 20 家样本企业归母净利润均值为 6.01 亿元, 高于百强企业均值 1.05 亿元, 平均增速 53.26%, 高于百强企业平均增速 14.73%。20 家样本企业中, 除绿城服务及招商积余, 其余企业均实现阶梯式增长, 第一梯队实现归母净利润均值 17.17 亿元, 平均增速达 50.71%, 绿城服务盈利表现显著低于其他企业, 主要由于成本控制不力带来的毛利率过低导致; 第二梯队归母净利润均值 5.33 亿元, 平均增速 49.07%; 第三梯队归母净利润均值 2.09 亿元, 平均增速 59.73%。各梯队均保持高增长, 增长率水平与体量并无明显挂钩。

图 6: 2018-2020 年 20 家样本企业营业收入增长情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

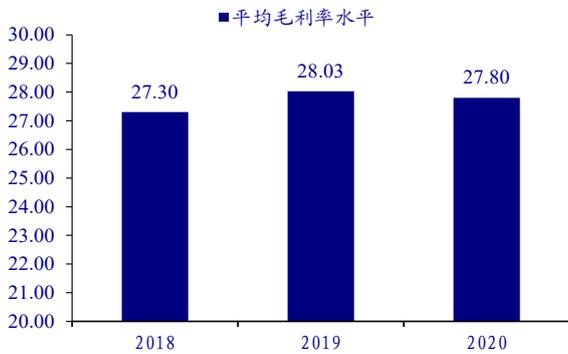
图 7: 2018-2020 年 20 家样本企业归母净利润增长情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

毛利率方面, 20 家样本企业近三年毛利率水平维持稳定, 在 27%-28% 水平震荡。分梯队来看, 一二三梯队企业毛利率均值分别为 27.55%, 27.30%, 28.54%, 毛利率水平与体量并无直接关联, 更多地与企业自身的经营状况和业务类型相关。

图 8: 2018-2020 年 20 家样本企业毛利率均值



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

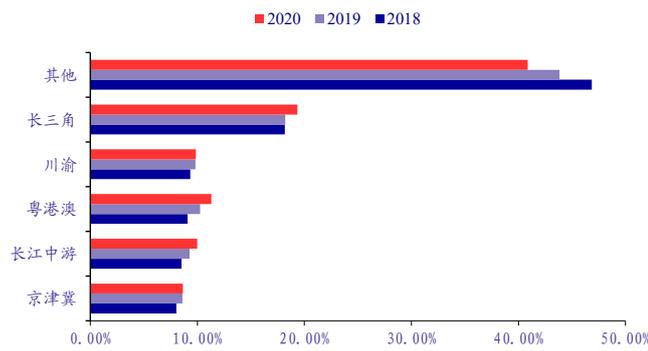
图 9: 2020 年 20 家样本企业毛利率水平



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

**3. 全国化布局，聚焦城市群。**近年来，众多企业将全国化拓展作为战略目标，2020年百强企业加大重点城市群布局力度，长三角、川渝、粤港澳、长江中游、京津冀五大城市群占比由2018年的53.14%上升到2020年的59.13%，其中长三角占比最高，达19.35%，较2019年上升1.14pct，主要由于长三角地区强劲的消费力带来更高的品质物业需求空间，吸引众多物业管理企业加大布局；川渝、粤港澳、长江中游、京津冀地区占比分别为9.85%、11.31%、9.98%、8.64%，同比分别上升0.04pct、1.06pct、0.70pct、0.03pct。

图 10: 百强企业城市群管理面积布局情况



资料来源：中国指数研究院，中国银河证券研究院

**4. 战略强调合作并购及科技赋能，高增长目标支撑高估值。**在跑马圈地的行业发展背景之下，众多公司将多元合作并购作为公司高质量扩张的重要方式，有利于企业 1) 快速扩大业务规模，发挥协同效应；2) 丰富业态类型，实现多元化布局；3) 快速进入新市场，弥补区域分布不均衡的短板。科技赋能方面，加大科技投入有利于企业降低人工成本，提升综合管理效能，同时将科技手段切入物业管理，有利于积极推进智慧社区建设。在2020年业绩发布中，众多企业给出高期望的业绩指引，规模扩张仍是现阶段行业竞争的核心。

表 3: 部分样本公司发展战略及业绩指引

公司	发展战略	业绩指引
碧桂园服务	成为国际领先的物业服务集团。围绕人对建筑空间的相关需求，以客户为中心的发展，开拓新服务，发展新科技、大力创新生态，创造新价值。树立碧桂园优秀的品牌及差异化的品牌策略，以 <b>高品质高性价比赢得市场</b> 。注重科技应用，通过科技赋能管理体制进行智能化服务，拓宽公司的服务能力，并且形成服务产品；形成科技的产品和工具，把产品和工具市场化。	2025 年要实现千亿营收目标，未来五年收入和利润的复合增速要达到 50%。21-23 年增长速度要高于平均复合增速，21 年增速不低于 50%。2025 年管理面积要超过 18 亿平，千亿营收中：物业服务收入 500 亿左右，增值服务（含团购）超 300 亿，商写（商业管理、商业运营）超 150 亿，城市服务超 200 亿。
保利物业	坚持深耕市场策略，通过各渠道加速高质量的市场扩张。第一， <b>深耕优质的区域</b> ，通过城市的分类分级拓展策略，以进一步做大核心城市的密度，进一步实现成本和管理的集约，以及更好的发展增值服务。第二，在三大业态并重发展的基础上， <b>加大非住业态的布局</b> ，继续巩固大物业领域的规模领先优势。同时在公共领域细分市场上，继续采用聚焦的策略，深耕城镇全域教研、物业、轨道交通等业态，打造细分行业中国领先的管理平台。第三，在市场权威招投标拓展的基础上，发力合资合作， <b>借助收并购加速深耕布局</b> 。	在未来两三年里，随着不断的这种布局和管理能力的提升，做到营收保持在 30%左右的增长。利润方面做到 20-30%左右的增速。

<p>绿城服务</p>	<p>在服务的广度上，三管齐下，<b>从住宅扩展至商业，由商业扩展至城市公共服务</b>；在服务深度上，要<b>构建综合服务联盟</b>，向行业输出中国科技系统、中国服务系统，要有延续生活、拓展水平的生活服务，有源于生活的服务商、拓展城市生活服务商；在服务品质上，要构建医疗服务以及物业管理的整体；实现九大产品的联动运营，创新平台的网销服务模式，要在一带一条上实现突破，核心业务做深做透，养老保教体现突破性的发展，在服务基础上，<b>打造服务平台、管理后台和科技后台</b>，在服务平台上抓住并提升理性的产品优势，洞察业主需求，结合创新，打造6重点4个服务平台，在科学平台上共享中心为支撑，构建平台服务重监督数据驱动作为报销的管理平台，在科技后台上在以科技为基础，设施重构管理和服务内容，构建有效保证的管理体系、效能体系。</p>	<p><b>公司计划五年内营业收入增长五倍</b>；2021年，公司预计整体毛利率提升至20%；净利润率提升至7.5%；期间费用率将持续下降至15%；新拓展面积达到1.5亿平米；科技业务的增长达到100%。净利润率：恢复至2016、2017年的增长7.5%左右；整体毛利率稳中向好，也会较2020年略有提升；随着公司共享中心、分级系统的建设的完成，会对公司的业务和管理有所帮助，预计期间费用率将持续下降至15%左右</p>
<p>中海物业</p>	<p><b>基础服务和增值服务并重，加大大元业务收入占比，住宅与非住宅业态并重，加大大元化业态的占比</b>。客户满意度持续保持行业标杆，打造城市项目标杆，打造业态上的标杆，经营业绩增速大于上市企业前10的平均增速，外购面积增速大于内生面积增速，在管面积，外部面积的比例达到1:1，子品牌标杆，在业务细分领域打造多个子品牌，服务子品牌、商业子品牌、社区增值、人力资源等，队伍标杆，员工市场价值与团队战斗力的标杆。</p>	<p><b>在十四五期间，公司的主要经营指标增长不低于30%</b>；在十四五战略规划中也明确提出了内生和外拓要达到1:1。在未来5年，内生与外拓面积比例达到1:1</p>
<p>永升生活服务</p>	<p><b>第一个保持高强度、高增长的市场拓展的能力，进一步深化做城市深耕</b>，作为一城一策做全员营销；加大收购力度；<b>加大和政府国有企业国有投资机构进行战略合作</b>；通过IoT的运用来增加业主的居家体验，通过流程的模块化、工具化，向一线赋能，通过共享平台的建设，实现一才一提运动大数据，构建生态链，<b>实现数字化转型</b>。</p>	<p>三年签约面积4.5-5亿方，在管面积3.3亿方以上；<b>利润维持50%-60%的增长</b>，初步规划维持在40%-50%的增长水平。综合毛利率还是会维持在30%左右，基础物业毛利率维持在20%-22%，非业主增值服务保持20%-25%的水平，社区增值服务长期保持在40%-50%的水平</p>
<p>新城悦服务</p>	<p>以基础的物业服务为核心，要<b>完善不同的业态，不同档次的全物业服务的体系</b>，具体衡量标准就是客户满意度要达到行业的优秀和标杆的水平；增值服务方面，要不断的完善每个业态的建设；在对外拓展方面，除了做好以住宅为主的业态以外，<b>加强多业态的布局，尤其是加强对重点区域的项目密度的布局</b>。</p>	<p>2021年在管面积要达到1.5亿方以上，在管面积要增大5000万方以上，合约面积达到2亿以上，一年新增的合约面积是要到7000万方；以后三年，在管面积要达到2.8亿左右。而且在2.8亿方里面，第三方的拓展项目占比要达到50%。到2023年年底，合约面积和在管面积的合管比还是要维持在1.5左右。<b>公司净利润在2020年的基础上实现三年三倍这样的目标</b>，要实现三年三倍的目标，也就是说到2023年归母净利润要达到13.5亿元以上，争取能够达到14亿元；第三方外拓的目标争取达到5000万方，再加上每年新城控股给2500万方到3000万方的高质量的新增的合约面积，2021年争取新增的合约面积能够达到7000万方以上。</p>

世茂服务 从过去的社区生活服务提供商转变为城市生活服务提供商，围绕着过去基础业务增值服务增加多元业务，今年的智慧城市服务业务形成 1+1+X 的业务架构，通过内生外延的增长保证服务品质，保证效率，保证可持续发展。同时在未来的三年，巩固建设 5 个关键的能力护城河，分别是中心城市战略、产品战略、成本战略、精益化管理战略、人才体系建设战略。

2021 年营业收入同比增长不低于 80%，综合毛利率维持 30%以上，相比较 2020 年 6.9 亿元的归母净利润保持不低于 80%的增长，同时在结构上面会得到进一步优化。物业的基础业务占比从 2020 年的 54%提升到 60%，社区增值服务业务保持在 30%的水平，非业主增值服务保持在 10%的水平。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、物业公司高估值是否有支撑？

### （一）多重政策利好助力估值抬升

#### 1. 《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》进一步打开行业空间

住房和城乡建设部、中央政法委、中央文明办等 10 部门联合印发《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》（以下简称《通知》），从融入基层社会治理体系、健全业主委员会治理结构、提升物业管理服务水平、推动发展生活服务业、规范维修资金使用和管理、强化物业服务监督管理 6 个方面对提升住宅物业管理水平和效能提出要求。

**落实街道属地管理责任，完善物业服务价格形成机制。**《通知》提出街道要积极推动业主设立业主大会、选举业主委员会；引导物业服务价格通过市场竞争形成，合同中的服务价格可根据服务标准和物价指数等因素动态调整，对于实行政府指导价的，相关部门制定并公布基准价及浮动幅度，建立动态调整机制。物业管理行业一直的痛点主要有业主大会成立比例低导致更换物业公司以及物业费提价困难，人工成本刚性上涨而物业费迟迟不动导致物管公司盈利能力下降。此次《通知》则针对以上的两个行业痛点给出了积极的解决方案，推动业主大会的成立促使行业发展更为健康，物业服务价格市场化也奠定了物管公司的盈利能力持续提升的基础，也是对物业公司的社会服务能力的肯定。

**物业公司管理范围扩大，进一步打开行业空间。**《通知》鼓励物业服务企业统一管理在管项目周边老旧小区，暂不具备专业化物业管理条件的，由街道通过社区居民委员会托管、社会组织代管或居民自管等方式，逐步实现物业管理全覆盖。管理在管项目周边的老旧小区有助于物管公司提升项目的密度和效率，逐步推进物业管理全覆盖将进一步打开行业空间。

**线上线下服务融合发展，增值服务加速发展时代即将到来。**《通知》鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸，探索“物业服务+生活服务”模式，满足居民多样化多层次居住生活需求。物业服务企业开展养老、家政等生活性服务业务，可依规申请相应优惠扶持政策。2020 年在疫情的影响下，优质物管公司的增值业务发展迅猛，收入成倍增长，但目前社区增值服务的发展现在还处于初期阶段，未来发展空间巨大，在政策的大力扶持下，社区增值业务将走上发展的快车道。

**科技赋能建设智慧物业，市场竞争环境优化利好企业外拓。**《通知》鼓励鼓励物业服务企业运用物联网、云计算、大数据、区块链和人工智能等技术，建设智慧物业管理服务平台，提升物业智慧管理服务水平。科技手段的应用将有效减少人工成本，提高物业管理效率，并提升企业的品牌价值，目前头部物管企业已经在科技研发上重点投入，未来成果可期。

《通知》也提到完善物业管理招标投标制度，并引导业主委员会通过公开招标方式选聘物业服务企业。市场化竞争环境得到进一步优化，利好外拓能力强、具有品牌效应的优质物管公司。

表 4: 《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》重点内容

章节	条款	内容
融入基层社会治理体系	落实街道属地管理责任。	积极推动业主设立业主大会、选举业主委员会
健全业主委员会治理结构	充分发挥业主委员会作用	对多次催交仍拖欠物业费的业主，可根据管理规约规定的相应措施进行催交。探索将恶意拖欠物业费的行为纳入个人信用记录。
提升物业管理服务水平	扩大物业管理覆盖范围	街道要及时积极推动业主设立业主大会，选举业主委员会，选聘物业服务企业，实行专业化物业管理。鼓励物业服务企业统一管理在管项目周边老旧小区。暂不具备专业化物业管理条件的，由街道通过社区居民委员会托管、社会组织代管或居民自管等方式，逐步实现物业管理全覆盖。
	提升物业服务质量	支持物业服务企业兼并重组，推动物业服务规模化、品牌化经营，提升整体服务水平。
	完善物业服务价格形成机制。	物业服务价格主要通过市场竞争形成，由业主与物业服务企业在物业服务合同中约定服务价格，可根据服务标准和物价指数等因素动态调整。提倡酬金制计费方式。引导业主与物业服务企业通过合同约定物业服务价格调整方式。物业服务价格实行政府指导价的，由有定价权限的价格部门、住房和城乡建设部门制定并公布基准价及其浮动幅度，建立动态调整机制。
推动发展生活服务业	加强智慧物业管理服务能力建设。	鼓励物业服务企业运用物联网、云计算、大数据、区块链和人工智能等技术，建设智慧物业管理服务平台，提升物业智慧管理服务水平。
	提升设施设备智能化管理水平	鼓励物业服务企业以智慧物业管理服务平台为支撑，通过在电梯、消防、给排水等重要设施设备布设传感器，实现数据实时采集。
	促进线上线下服务融合发展	鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸，探索“物业服务+生活服务”模式，满足居民多样化多层次居住生活需求。引导物业服务企业通过智慧物业管理服务平台，提供定制化产品和个性化服务，实现一键预约、服务上门。物业服务企业开展养老、家政等生活性服务业务，可依规申请相应优惠扶持政策。
强化物业服务监督管理	建立物业服务企业信用管理制度	建立物业服务信用评价制度，制定统一的信用评价标准，建设全国信用信息管理平台。依据企业信用状况，由城市住房和城乡建设部门授予信用星级标识，实行信用分级分类监管，强化信用信息在前期物业管理招标投标、业主大会选聘物业服务企业、政府采购等方面的应用。
	优化市场竞争环境	完善物业管理招标投标制度，加强招标投标代理机构、评标专家和招标投标活动监管。引导业主委员会通过公开招标方式选聘物业服务企业。住房和城乡建设部门在征求街道意见的基础上，建立物业服务企业红黑名单制度，推动形成优胜劣汰的市场环境。对严重违法违规、情节恶劣的物业服务企业和直接责任人员，依法清出市场。

资料来源：住建部官网，中国银河证券研究院

## 2.十四五规划首提物业行业，智慧物业引领未来

十四五规划中提到，推动生活性服务业向高品质和多样化升级，加快发展健康、养老、育幼、文化、旅游、体育、家政、物业等服务业，加强公益性、基础性服务业供给。推进服务业标准化、品牌化建设。2020年10月29日，国家发改委联合多部门发布《近期扩内需促消费的工作方案》，特别提出“推动物业服务线上线下融合发展。搭建智慧物业平台，推动物业服务企业对接各类商业服务，构建线上线下生活服务圈，满足居民多样化生活服务需求。”十三五规划中服务业的内容没有提及物业行业，十四五规划首次提及物业行业，其重

要性凸显。随着地产进入存量时代，优质物业管理公司将引领新的消费需求，成为扩内需，促消费的重要抓手。

### 3.规范型政策向鼓励型政策转变，物管费动态定价逐渐推行

我国的物业管理行业自 1981 年产生以来，经历了由 2003-2014 年的规范管理到 2014 年之后的市场化运作阶段。2014 年之后我国实施一系列鼓励性政策，如放开对物业管理的收费管制和人员管制、允许进项税额加计扣除等。在物业费价格方面，各个地方调价政策不同，总体呈现价格弹性提升、动态定价的趋势。2020 年北京、重庆等城市出台了相应的物业管理条例，实行市场调节定价的动态定价机制；提价细则方面，部分城市允许物业费在政府最高指导价基础上上浮 10-30%。政策的大力支持缓解了物管行业一直以来的提价困难的问题，同时疫情使得客户对物业管理公司的黏性提升，居民对于专业优质的物业服务的支付意愿更为强烈，我们认为随着物业费定价市场化的推行，以及消费升级和黏性提升带来的支付意愿提升，行业发展向好动增强助推估值提升。

表 5: 我国物业管理行业主要的鼓励性政策

时间	法律法规	主要内容
2014 年	《国家发改委关于放开部分服务价格意见的通知》	放开非保障性住房物业服务收费管制，规定前期政府指导服务收费定价，后续实行市场调节
2016 年	《国务院关于修改部分行政法规的决定》	从事物业管理的人员将无需取得职业资格证书
2016 年	《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》	以推行新型城镇化战略为契机，进一步扩大物业管理覆盖面，健全物业服务市场机制，完善价格机制改善税收政策转变物业服务发展方式，创新商业模式，提升物业服务智能化、网络化水平、个人住房公积金允许用于支付自住住房物业费
2017 年	《国务院关于取消一批行政许可事项的决定》	取消服务企业一级资质核定，支持建立物业服务企业“黑名单”制度，推动对失信者实行联合惩戒
2018 年	《住房城乡建设部关于废止<物业服务企业资质管理>办法的决定》	取消物管企业资质等级划分
2019 年	《关于明确生活性服务业增值税加计抵减政策的公告》	生活性服务业纳税人进项税额加计抵减 15%
2020 年	《北京市物业管理条例》	物管公司在业主、政府部门和行业协会三方监管下实行市场调节定价，并适时调整
2020 年	《重庆市物业管理条例》	价格主管部门应当会同住房城乡建设主管部门根据物业管理服务等级标准等因素，制定和动态调整相应的基准价及其浮动幅度，并定期公布
2020 年	《近期扩内需促消费的工作方案》	推动物业服务线上线下融合发展。搭建智慧物业平台，推动物业服务企业对接各类商业服务，构建线上线下生活服务圈，满足居民多样化生活服务需求。
2020 年	《十四五规划》	推动生活性服务业向高品质和多样化升级，加快发展健康、养老、育幼、文化、旅游、体育、家政、物业等服务业，加强公益性、基础性服务业供给。推进服务业标准化、品牌建设。

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

表 6: 部分城市普通住宅物业服务最高限价及提价政策

城市	最高指导价 (元/平方米/月)	可浮动空间	城市	最高指导价 (元/平方米/月)		可浮动空间
				带电梯	不带电梯	
深圳	高层 5.63, 多层 2.2	--	珠海	3	1.9	--
北京	市场调节价	--	东莞	3	2.05	--
上海	市场调节价	发布参考价格	中山	3	2.05	--
广州	2.80	--	江门	2.4	1.5	--

佛山	2.70	--	青岛	2.08	2.52	20%
惠州	市场调节价	--	成都	1.9	1.25	15%
厦门	市场调节价	--	重庆	1.9	1.35	15%
天津	1.20	20%	柳州	1.95	1.5	15%
济南	2.37	10%	宁波	2.2	1.8	25%
沈阳	1.5	--	合肥	1.7	1.2	15%
杭州	2.2	25%	阜阳	1.2	0.7	15%
南京	2.6	--	武汉	3.2	2.7	20%
苏州	3.58	--	徐州	1.3	0.6	20%
常州	1.58	--				
无锡	2.5	--				
扬州	1.6	--				
温州	1.7	30%				
台州	2.15	20%				

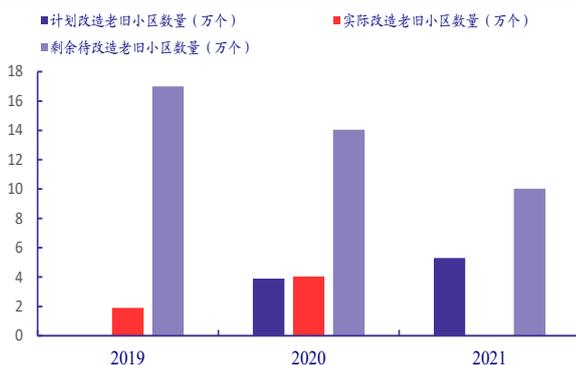
资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

#### 4.老旧小区改造为市场带来增量空间

2021 年政府工作报告中提出“新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个”，较 20 年计划改造量 3.9 万个增加 35.9%，较 20 年实际改造量 4.03 万个增加 31.5%。老旧小区的加速改造扩大了物业管理行业的市场空间，利好品牌效应强、管理服务优质的物管企业。2020 年 7 月，国务院在《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》中明确提出老旧小区改造的目标，到 2022 年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。在顶层设计引导下，各省老旧小区改造计划也逐步落地实施。

根据住建部数据，2020 年全国新开工改造老旧小区计划数共计 3.9 万个，实际开工 4.03 万个，若按 2020 年改造进度，全国有望于 4-5 年内完成老旧小区改造，改造期间和改造完成后将创造出颇具规模的物业服务增量需求。

图 11：城镇老旧小区改造数量



资料来源：住建部官网，中国银河证券研究院

综上，我们认为物管板块的万亿级市场为公司高速发展提供广阔空间；物管行业的消费属性所决定的估值底为安全垫，物管公司的品牌效应决定了估值顶足够高；多重政策的利好助力估值底的抬升。行业的高估值是具备足够的支撑，所以近期的上市潮并不会从根本上改变行业的投资逻辑和企业价值。但需要注意的是，我们并不认为所有的物管公司都应该享有高估值，行业正处于成长期，随着竞争加剧、经营效率提升，在经过大浪淘沙之后，具备强

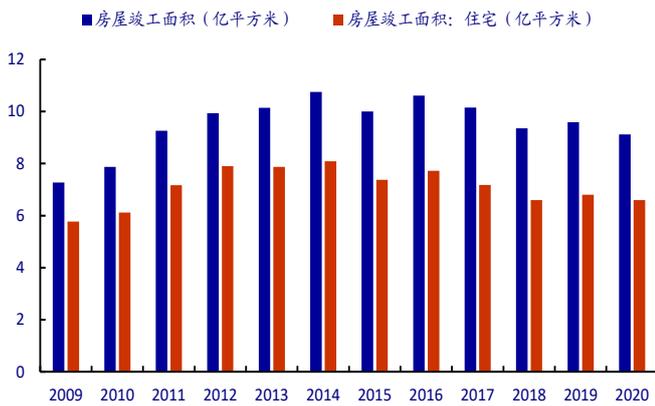
品牌力、强业务拓展能力及经营效率高的优质物管公司将迎来市场的认可。

## (二) 千亿存量市场待开拓，万亿增量市场助飞跃

### 1. 存量市场方面，当前无物业面积占比 33%，在管面积远远未达天花板

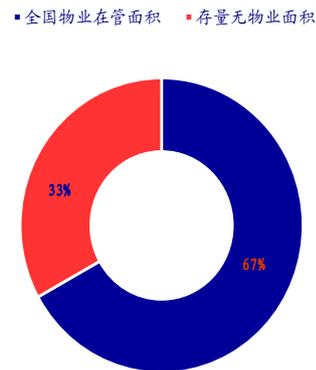
根据国家统计局 2019 年数据，我国城镇居民人均住房建筑面积 39.8 平方米，预计 2020 年我国城镇居民人均住房建筑面积约 40.8 平方米，2020 年全国城镇人口数 9.02 亿，折算存量住房面积累计 368.02 亿平方米。由于 2009 年至今住宅竣工面积在全部业态中的占比为 74.69%，可估算出全国全业态存量面积为 492.73 亿平方米，根据中国物业管理协会统计，2019 年末全国物业在管面积约 302 亿平方米，预计 2020 年末全国物业在管面积约 330 亿平方米，则存量无物业面积为 163 亿平方米，占比 33%，当前在管面积远远未达市场天花板。若以百强物管公司管理项目平均物业服务费 3.86 元/平方米/月来计算，仅基础物业服务就有近万亿级市场可待开拓。

图 12: 全业态竣工面积及住宅竣工面积



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13: 当前物业管理面积与存量市场差距



资料来源: 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

表 7: 当前物业管理行业存量测算

项目	数据	单位
城镇居民人均住房面积 (2020 估计)	40.8	平方米/人
全国城镇人口 (2020)	9.02	亿
当前住房存量面积=城镇人均住房面积 x 全国城镇人口	368.02	亿平方米
2009-2020 住宅竣工总面积	85.2	亿平方米
2009-2020 全业态竣工总面积	114.07	亿平方米
住宅业态占全业态之比=2009-2020 住宅竣工总面积/2009-2020 全业态竣工总面积	74.69%	
当前全国全业态存量面积=当前住房存量面积/住宅业态占全业态之比	492.73	亿平方米
当前全国物业在管面积 (2020)	330	亿平方米
当前无物业存量面积=当前全国全业态存量面积-当前全国物业在管面积	163	亿平方米
物业覆盖率=当前全国物业在管面积/当前全国全业态存量面积	67%	
无物业存量面积占比=当前无物业存量面积/当前全国全业态存量面积	33%	
百强公司平均物业服务费	3.86	元/平方米/月
当前在管市场规模=当前全国物业在管面积 x 百强公司平均物业服务费 x 12	15285.6	亿元
当前可开拓市场规模=当前无物业存量面积 x 百强公司平均物业服务费 x 12	7550.2	亿元

资料来源: 国家统计局, 中国物业管理协会, 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

## 2.增量市场方面，预计 2030 年市场规模达 2.5 万亿，增量规模近 1 万亿，天空海阔助力行业飞跃

按照《国家人口发展规划（2016-2030 年）》的预期发展目标，2030 年我国人口达到 14.5 亿人，城市化率增长至 70%。2019 年城镇居民人均住房面积约 40 平方米，假定按照 1 平方米/年的速度增长，到 2030 年人均住房面积约为 51 平方米；住宅面积在全部业态中的占比、平均物业服务费均按上文中的 74.69%、3.86 元/平方米/月计算；随着消费升级和政策推动，物业覆盖率将逐步提升，我们保守估计每年提升 1%，到 2030 年物业覆盖率将达到 77%。预计 2030 年我国物业在管面积将达 533.66 亿平方米，市场规模可达 24719.12 亿元，上文中我们测算当前的市场规模为 15285.6 亿元，那么 10 年后的增量规模也可达 9433.5 亿元，成长空间广阔。

**表 8：2030 年物业管理行业发展空间测算**

项目	数据	单位
总人口	14.5	亿人
城镇化率	70%	
城镇人口=总人口 x 城镇化率	10.15	亿人
人均住宅面积	51	平方米/人
总住宅面积=城镇人口 x 人均住宅面积	517.65	亿平方米
住宅业态占全业态之比	74.69%	
全业态房屋面积=总住宅面积/住宅业态占全业态之比	693.06	亿平方米
物业覆盖率	77%	
预计 2030 年物业服务在管面积=全业态房屋面积 x 物业覆盖率	533.66	亿平方米
平均物业服务费	3.86	元/平方米/月
年均物业服务费=平均物业服务费 x 12	46.32	元/平方米/年
预计 2030 年物业服务市场规模=预计 2030 年物业服务在管面积 x 平均物业服务费	24719.12	亿元

资料来源：国家统计局，中国物业管理协会，中国指数研究院，中国银河证券研究院

## （三）行业属性决定估值底，企业品牌力决定估值顶

### 1.物管行业的轻资产、低杠杆、现金流的属性决定估值底

相较于房企地产开发，物管行业具有轻资产、低负债率、现金流稳定的优势且不受行业周期性波动影响，这决定了行业较高的估值下限水平。物业管理行业具有“现金牛”的特点，行业轻资产、现金流充足等属性能够带来稳定充沛的现金流。轻资产方面，物管行业是人力密集型产业，其价值创造不依赖资本的投入，而更多的依赖人力和科技对附加值的提升，属于内生性增长，因而物管企业资本支出较少，通常有充裕的货币资金在手。

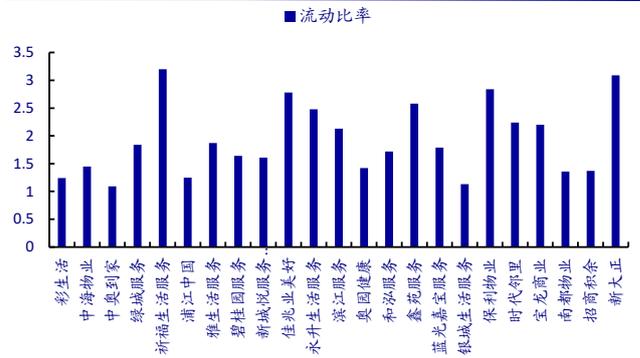
现金流和杠杆方面，由于物业管理具有用户黏性，项目存续时期长，不受宏观经济波动影响，类似于“坐地收租”模式，可产生持续稳定的现金流。根据 2020 年公司年报，物业管理行业上市公司普遍在账现金充足、杠杆率较低。24 家 A+H 股上市公司平均净现金流量（TTM）达到 7.65 亿元，同比 51.76%，其中头部企业碧桂园服务可自由支配的现金达到 83.01 亿元和 47.15 亿元，永升生活服务、中海物业达 18.87 亿元、11.12 亿元；同时，2020 年上市公司流动比率平均值达 1.93，物管公司有充沛在账现金，经营稳健。强劲的资金储备支持企业开展收并购业务，不断扩大规模，形成协同效应、吸收规模红利。良性的经营带来高收入，继续形成现金流，得以良性循环。

图 14: 2020 年 24 家 A+H 股净现金 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 15: 2020 年 24 家 A+H 股流动比率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 2. 物管公司的品牌力决定估值顶

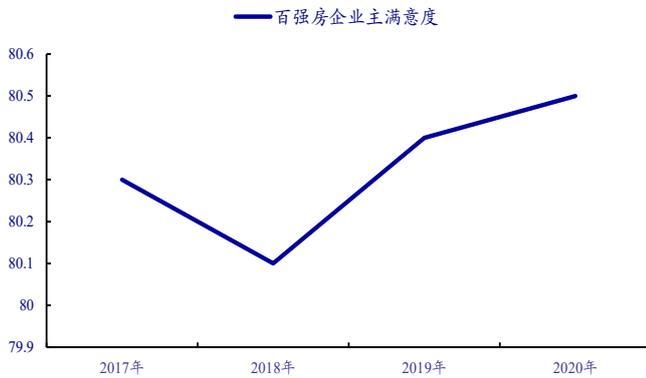
物管公司优质的服务水平带来的品牌效应为业绩增长提供有效背书, 我们认为品牌力是公司具有较强定价能力以及实现长久发展的关键。物业公司的品牌力的表现方式很多, 我们主要从客户满意度、收缴率和续约率、在管项目二手房及租金溢价、增值服务这几个方面来着手分析。

**物管公司在管项目二手房及租金的溢价情况、客户满意度、收缴率和续约率是衡量公司品牌力的重要指标。**物管公司通过优质的服务, 使良好的品牌形象深入人心, 业主在购房选择时关注点从“选小区看开发商”转变为“选择拥有好物业的小区”, 帮助业主实现房屋保值增值。2019 年, 百强物管企业在管项目二手房价格为 2.23 万元/平方米, 高于周边项目二手房价格 4.21%; 年套租金价格比周边项目租金高 4.81%。

2020 年, 百强物业的整体服务水平满意度为 80.70 分, 满意度呈现上升趋势。此次新冠疫情使物业行业的重要性显著提升, 优质物业成为抗疫主力之一, 居民对专业优质的物业服务的认可度提高, 这种品牌认可在居民收入高速增长的情况下转化为实际需求, 为服务认可度高的优质企业带来发展机遇。企业的收缴率和续约率也在一定程度上反映了客户对品牌的认可, 百强企业分别长期保持在 94%、98%左右, 并且优质物管公司的收缴和续约的情况呈逐年提升的趋势。

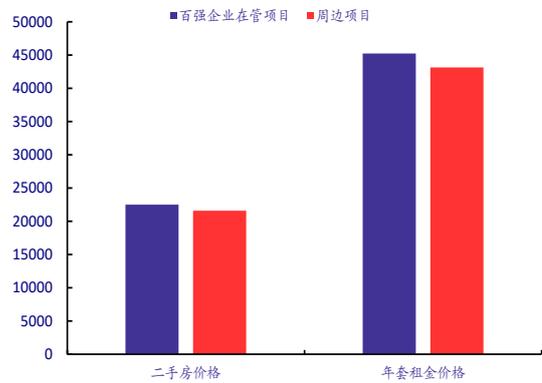
**优质的增值服务为业绩增长注入持久动力。**2019 年物业服务百强企业增值服务收入同比增长 16.08%, 增速快于基础物业 (1.92%), 百强企业增值服务收入占总收入 22.07%, 同比 +0.62pct, 增值业务发展渐入佳境。头部物管公司近年来增值服务的发展进入快车道, 2020 年突如其来的一场新冠疫情更成为物管公司社区发展增值服务的加速器。未来, 加速发展多元化增值服务, 切入细分市场, 深挖社区增值服务增长空间, 将成为物管公司业绩增长的重要推动力。

图 16: 百强物管企业整体服务满意度



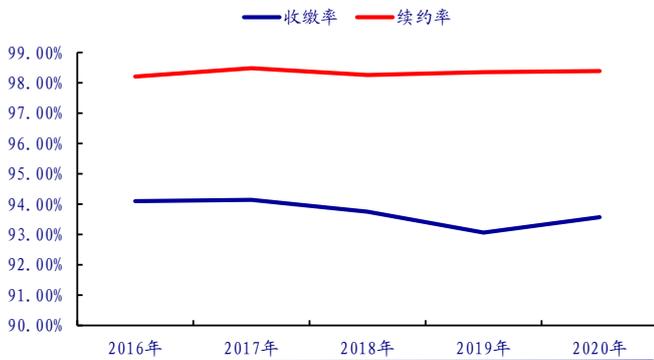
资料来源: 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

图 17: 2019 年百强企业在管项目价格与周边项目均价比较



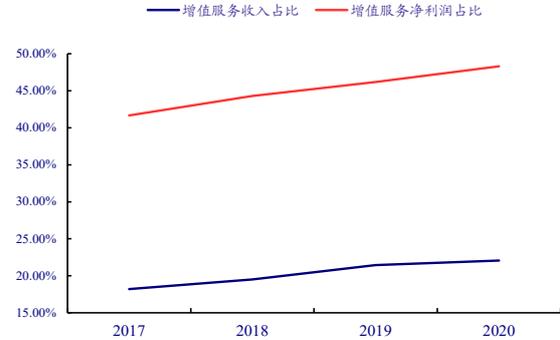
资料来源: 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

图 18: 百强物管企业续约率与收缴率情况



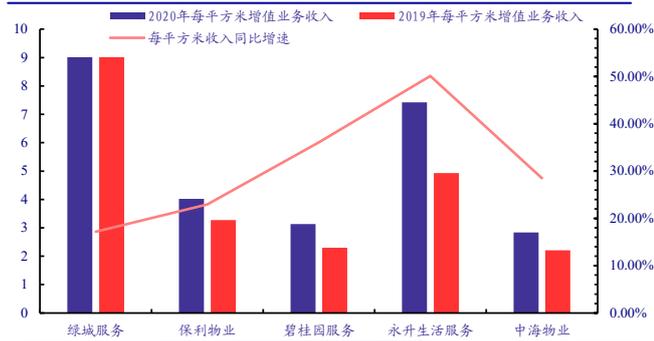
资料来源: 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

图 19: 百强企业增值服务收入占比



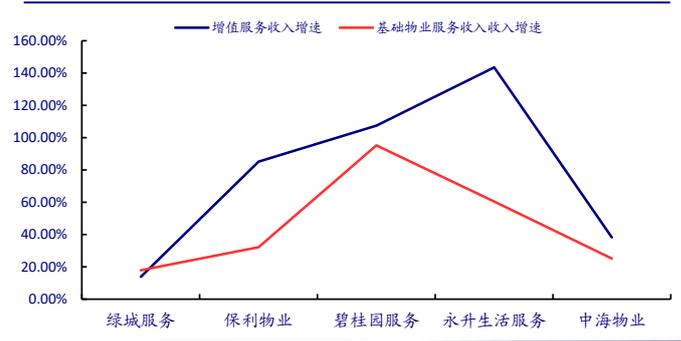
资料来源: 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

图 20: 2019、2020 年单位增值业务收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 21: 基础物管收入和增值服务收入增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

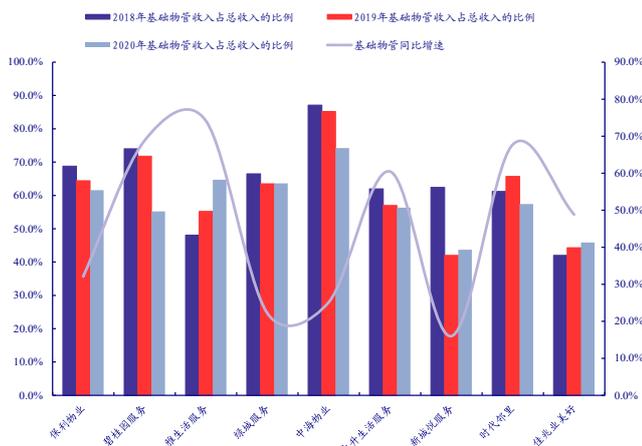
### 三、基础物管是基本盘，外拓能力决定能否走的更远

#### (一) 基础物管业务仍是物管公司最重要的基本盘和成长性的保障

##### 1. 基础物管仍然是物业公司的基本盘

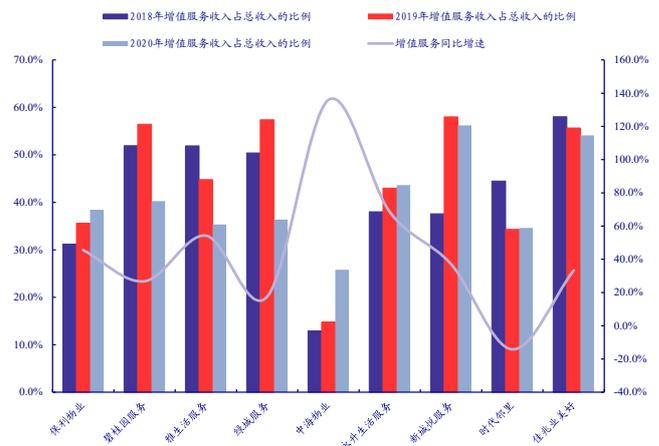
基础物管业务仍是物业公司的基本盘，增值服务业务占比有增长趋势。基础物业管理和服务是物管公司业务的两大重要组成部分，我们重点分析了保利物业、碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务、中海物业、永升生活服务、新城悦服务、时代邻里和佳兆业美好 9 家公司的基础物管和增值服务占总收入的比例、基础物管和增值业务的增速。2020 年 9 家物管公司基础物管占总收入的比例均值为 58.07%，其中中海物业基础物管占比高于 70%；5 家物管公司基础物管占比存在下降趋势，其中碧桂园服务相关比例下降高达 18.8pct。尽管绝大多数物管公司增值服务收入增速大于基础物管收入增速，但就收入占比来看，大多数物管公司增值服务收入占比仍低于 45%，物管公司主要的收入来源仍依赖于基础物管业务，基础物管业务仍然是公司的基本盘。

图 22: 物管公司基础物管收入占比及同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 23: 物管公司增值服务收入占比及同比增速

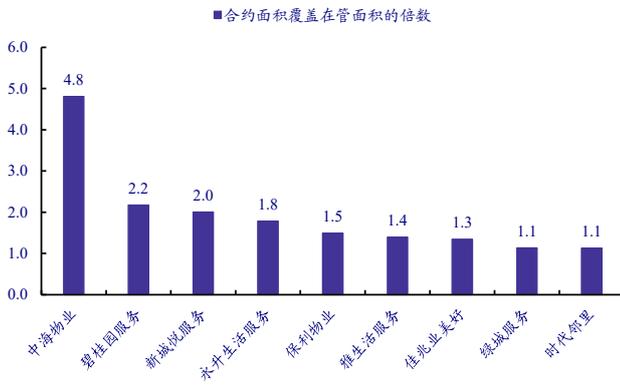


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

##### 2. 关联地产公司的高销售及土储将增强物管公司业绩确定性

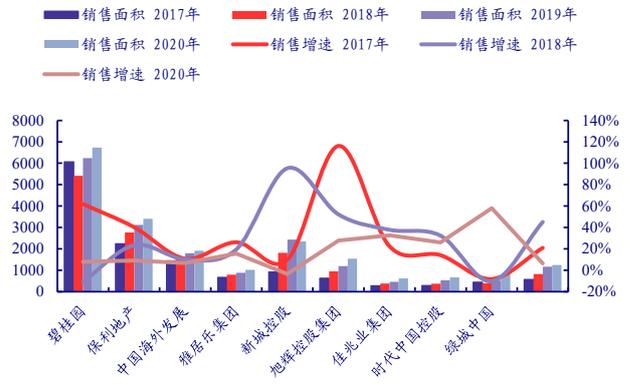
合管比高的物管公司业绩确定性高，短期而言，关联地产公司近三年的高销售将增厚物管公司的业绩，长期来看，关联公司丰厚的土储面积将增强公司运营的确性。我们选取 9 家有关联地产公司的物管公司，重点统计了物管公司合约面积覆盖在管面积的倍数以及其关联地产母公司近三年销售面积及增速情况。合约面积覆盖在管面积的倍数中大于 2 倍的物管公司分别为中海物业、新城悦服务和碧桂园服务，分别为 4.8、2.2、2.0，关联地产公司中国海外发展、新城控股、碧桂园 2017 年-2020 年的销售增速均值分别为 10.13%、33.99%、18.57%；永升生活服务合管比为 1.8，处于行业前列，其关联公司旭辉控股近四年平均销售增速高达 55.46%。关联地产公司的近三年的高销售将会在未来逐步转化为物管公司的签约及在管面积，为公司短期业绩增长提供了有力支撑，长期来看，关联地产公司的土储面积将增加公司运营的确性。

图 24: 物业管理公司合约面积覆盖在管面积的倍数



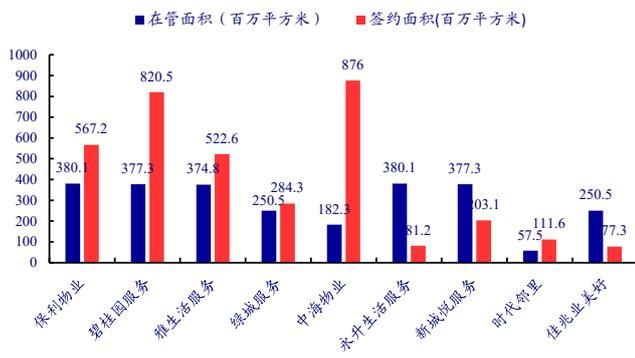
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 25: 关联公司销售面积及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 26: 物业管理公司在管面积及合约面积



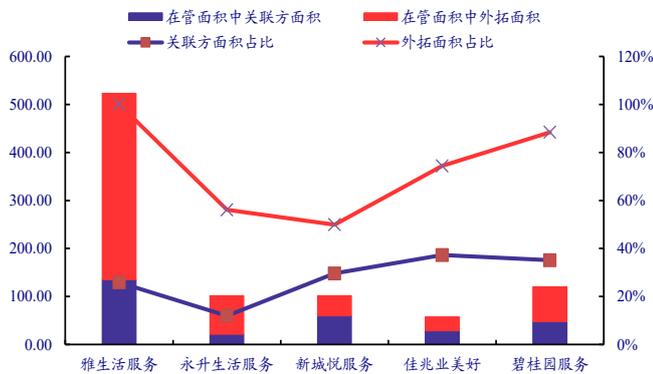
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 3.外拓能力是物管公司的核心竞争力

**外拓能力将成为公司的核心竞争力。**目前物管公司，短期增长受益于竣工周期带来的合约面积覆盖在管面积的比例增加，而长期来看，企业的外拓能力成为能否胜出的关键因素。我们重点统计了 5 家上市物管公司 2020 年在管面积中来自关联方的面积以及外拓面积，其中物管行业龙头企业碧桂园服务来自于关联方在管面积占比高达 35.1%，新城悦服务为 29.6%，永升生活服务为 44.1%，雅生活服务则积极拓展第三方物管服务，外拓能力逐渐增强，外拓面积占比分别为 74.1%。

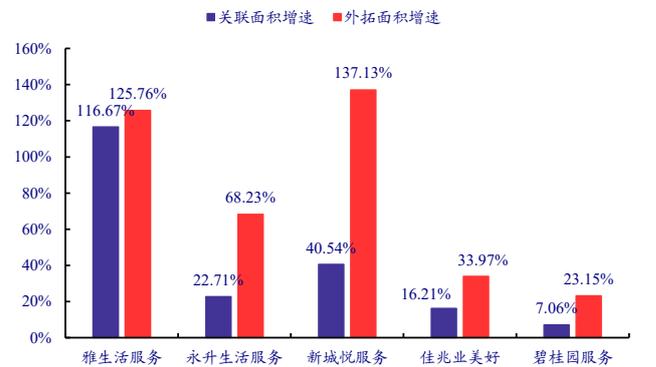
**品牌力强的公司将逐步占领高地。**随着竞争加剧，物管公司纷纷加大外拓力度，2020 年 5 家物管公司外拓面积增速均表现亮眼，其中佳兆业美好实现了外拓面积 397.67%的增速，一方面是由于此前佳兆业美好的外拓面积基数较小，另一方面在于公司外拓力度的加大。我们认为关联方交付带来的业绩增长的高确定性是公司的基本盘，而并非核心竞争力。长期来看物管公司的持续成长，仍依托于品牌影响力的不断强化，公司的外拓能力是品牌力的市场验证表现。当关联方地产母公司交付高峰过去后，品牌影响力将在各大物业管理公司竞争市场时，占据显著优势。

图 27: 物业管理公司在管面积成份



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 28: 物业管理公司 2019 年-2020 年销售面积及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## (二) 增值业务打开业绩增长空间

### 1. 增值服务业务有取代基础物业服务成为未来利润核心来源的趋势

增值服务已经成为优质物业公司业务发展的重要组成部分，未来有取代基础物业服务成为利润核心来源的趋势。根据中指院的数据，2020 年百强企业增值服务均值为 2.59 亿，同比增长 16.14%，较去年-12.89pct，增值服务的占比也在逐年提升，由 2017 的 18.2% 提升到 2020 年的 22.08%，增值服务对收入贡献的重要性逐步凸显。2018-2020 年，百强企业基础物业管理收入占比下降 2.56%，头部企业营收结构改变则更为剧烈。增值服务的多样化及高拓展潜力将有助于物业企业获得穿越周期的能力，为企业带来稳定丰沛的现金流。

头部物业公司的增值服务业务发展渐入佳境。2020 年 9 家样本公司增值服务增速的均值为 45%，高于百强企业增速，中海物业及永升生活服务分别实现了 135.9%、68.6% 的高增长。大多数公司增值服务占总收入的比重也在增加，2020 年年报，样本公司增值服务占总收入比重均值为 38.4%，占比最高的为新城悦服务（56.2%）。保利物业、中海物业、永升生活服务以及时代邻里的增值业务占比均较 19 年有所提升。

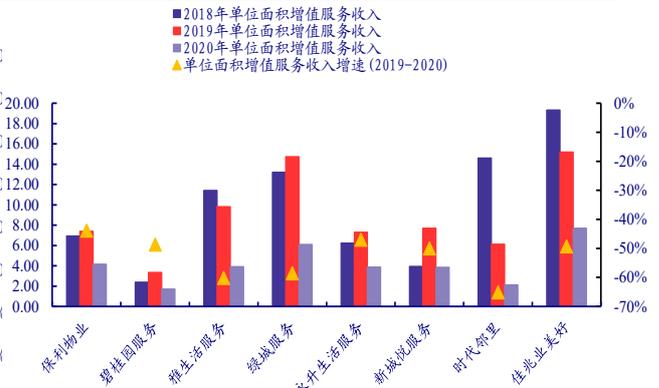
单位面积增值服务收入分化明显。单位面积增值服务收入代表了开展增值业务的效能情况，增值服务在单位面积上创造的价值越大，则经济效益越高。2020 年样本公司单位面积增值服务收入分化现象仍较为明显，分化程度同比下降，第一梯队为佳兆业美好（7.71 元/平方米，去年同期 15.20 元/平方米）、绿城服务（6.10 元/平方米，去年同期 14.74 元/平方米），第二梯队为保利物业（4.15 元/平方米，去年同期 7.4 元/平方米）、永生生活服务（3.87 元/平方米，去年同期 7.3 元/平方米）、新城悦服务（3.84 元/平方米，去年同期 7.7 元/平方米），第三梯队碧桂园服务（1.71 元/平方米，去年同期 3.34 元/平方米）。2020 年样本公司的数据都有不同程度的下降，主要是在一定程度上受到了疫情的影响，预计 2021 将恢复增长。

图 29: 百强物业服务企业增值服务均值及占比



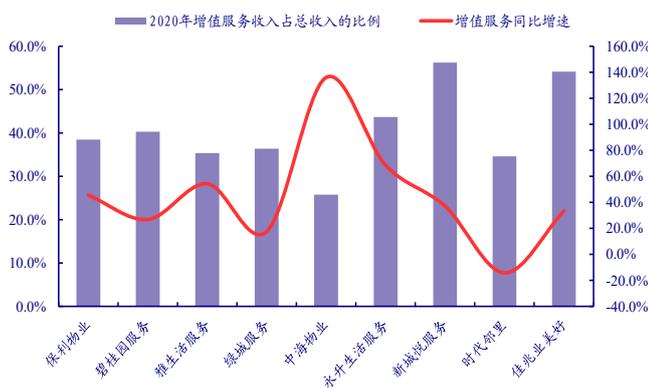
资料来源: 中国物业服务百强企业研究报告, 中国银河证券研究院

图 30: 2018-2020 年单位面积增值服务收入



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 31: 样本公司 2020 年增值服务及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

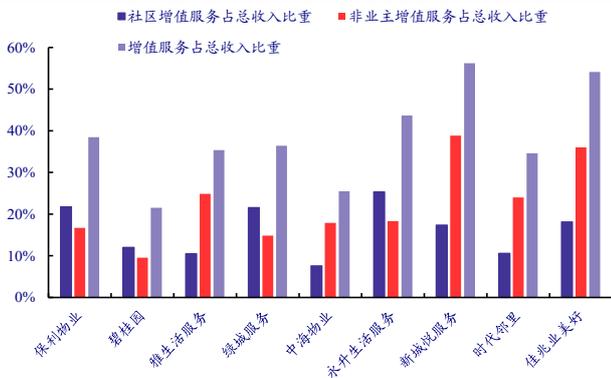
## 2. 目前非业主增值服务较成熟, 未来社区增值服务将迎来发展爆发期

目前非业主增值服务较社区增值服务成熟度高。物业公司在社区增值业务和非业主增值业务方面进行逐步探索和布局, 非业主增值服务收入相对稳定, 业务模式清晰, 社区增值服务模式多元, 部分业务仍处于探索阶段, 因此企业多遵循先非业主增值服务再社区增值服务的发展模式。非业主增值服务指为房地产开发企业、其他物业服务企业等单位提供的服务, 主要包括案场服务、房产中介(租赁)服务、交付前检验服务、顾问咨询服务等, 其中, 案场服务在非业主增值服务收入中的占比最高。社区增值服务方面, 社区传媒服务、停车位管理及租赁服务等围绕社区及业主资产开展的业务发展更为成熟, 而如社区零售服务等针对业主生活需求所开展的业务尚不成熟, 将成为物管企业业务拓展的重点领域。

长期来看, 社区增值服务将迎来发展爆发期。目前非业主增值服务仍是增值服务收入的主要来源, 但相对于非业主增值服务, 社区增值服务成长前景更为广阔, 随着科技赋能社区服务的渗透及业务多元化拓展的深入, 社区增值服务将迎来新的规模爆发期。我们分析了样本物业公司 2020 年社区增值业务和非业主增值业务的占比情况。其中 4 家公司社区增值服务占比高于非业主增值服务, 分别为保利物业、碧桂园服务、绿城服务、永升生活服务, 差值分别为 5.06pct/2.51pct/6.70pct/6.99pct, 对社区增值服务加大布局有助于企业在未来新赛道竞

争中占得先机；在非业主增值服务占比高于社区增值服务的 5 家公司中，新城悦服务及佳兆业美好差值最大，分别为 21.49pct/17.93pct。

图 32：2020 年社区增值服务、非业主增值服务所占比重



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 9：样本公司社区增值服务类型

	家居生活服务	停车位管理及租赁服务	物业经纪服务	公用区域增值服务	拎包入住服务	社区传媒服务	社区空间服务	社区零售	增值创新服务	房地产经纪服务	文化教育服务
永升生活服务	*	*	*	*							
碧桂园服务	*				*	*	*	*	*		
保利物业	*	*				*	*			*	
招商积余	*	*					*			*	
绿城服务	*		*				*				*
中海物业	*			*						*	
华润万象生活	*									*	
宝龙商业	*	*									
融创服务	*						*	*		*	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表 10：非业主增值服务类型

	协销服务	物业管理房修服务	交付前检验服务	顾问咨询服务	房产中介(租赁)服务	额外专项定制服务
永升生活服务	*	*	*	*		*
碧桂园服务			*		*	
保利物业	*		*	*		
绿城服务		*				
中海物业		*	*	*		
融创服务	*			*	*	

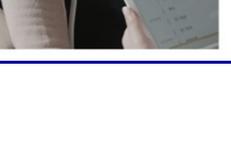
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 33: 非业主增值服务类型

	<p><b>房产中介(租赁)服务</b> 向房地产开发商提供房产中介服务, 主要为旅游度假项目。</p>		<p><b>交付前检验服务</b> 为物业发展商及物业管理公司提供工程、交付前(如发展中物业卖场中示范单位的保安、清洁以及维修保养服务)、协助入伙、交付查验、工程服务质量监控及顾问咨询等增值服务</p>
<p><b>顾问咨询服务</b> 咨询、开办及工程服务, 主要提供予房地产开发商, 少部分提供予其他物业管理公司。</p>		<p><b>协销服务</b> 向房地产开发商提供案场服务, 协助其在售楼处及展厅进行销售及营销活动</p>	
	<p><b>物业管理房修服务</b> 提供开荒清洁、物业管理、房屋维护及其他服务。</p>		<p><b>额外专项定制服务</b> 为客户提供专业化定制服务及方案。</p>

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 34: 社区增值服务类型

	<p><b>家居生活服务</b> 家庭保洁、家政维修、主题教育、租售经纪等多元化社区便民生活服务, 商业配套服务及垃圾清运等物业专项服务。</p>		<p><b>社区零售业务</b> 产地直供、集中采购、前置仓储等方式为业主提供高性价比的产品选择, 并利用线上线下资源通, 优化产品供应链及配送能力, 为业主提供高性价比的购物体验。</p>
<p><b>文化教育服务</b> 通过组织教学、文艺活动、旅游等形式满足业主对求知、健体、怡情及自我实现等精神层面需求的服务。</p>		<p><b>物业经纪服务</b> 开发商提供的案场协销、营销策划、销售代理等服务; 为客户提供租赁、买卖、定制化办公、产证办理等服务</p>	
	<p><b>增值创新服务</b> 实现智慧通行、在线收缴、一键报事、家装美居、房屋租赁等用户场景, 让业主享受有温度的贴身服务。</p>		<p><b>社区传媒服务</b> 致力于构建立体化的媒体营运价值链, 对项目的电梯、停车场等核心区域资源深度开发, 积极整合供应商资源。</p>
<p><b>停车位管理及租赁服务</b> 提供有针对性的秩序管控、经营开发、收费管理等运营方案。</p>		<p><b>社区空间服务</b> 通过优化公共资源的利用, 提供场地出租、快递服务、充电服务、共享服务、回收服务等。</p>	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 四、投资建议

物业管理行业全面迎来黄金时代，市场空间足够广阔，预计 2030 年市场规模可达 2.5 万亿，多重政策利好进一步打开行业空间。目前行业正处于快速扩张阶段，科技赋能加速行业发展，头部公司全国化布局趋势已现。轻资产、低负债率、现金流稳定的行业属性为估值提供支撑，高业绩指引和企业品牌力为估值提升创造想象空间。我们长期看好行业未来的发展以及头部企业的投资机会，A 股建议关注招商积余、新大正，H 股建议关注碧桂园服务、华润万象生活、金科服务、永生生活服务。

## 五、风险提示

增值业务拓展不及预期，收并购进展不及预期，人力成本上升压缩盈利空间。

## 插图目录

图 1: 物业管理公司上市情况 .....	1
图 2: 样本物业管理公司目前的估值水平 .....	2
图 3: 样本物业管理公司全年涨幅及较年内高点回撤幅度 .....	2
图 4: 2016-2020 年百强企业管理面积增长情况 .....	4
图 5: 2016-2020 年百强企业市占率增长情况 .....	4
图 6: 2018-2020 年 20 家样本企业营业收入增长情况 .....	5
图 7: 2018-2020 年 20 家样本企业归母净利润增长情况 .....	5
图 8: 2018-2020 年 20 家样本企业毛利率均值 .....	5
图 9: 2020 年 20 家样本企业毛利率水平 .....	5
图 10: 百强企业城市群管理面积布局情况 .....	6
图 11: 城镇老旧小区改造数量 .....	11
图 12: 全业态竣工面积及住宅竣工面积 .....	12
图 13: 当前物业管理面积与存量市场差距 .....	12
图 14: 2020 年 24 家 A+H 股净现金 (亿元) .....	14
图 15: 2020 年 24 家 A+H 股流动比率 .....	14
图 16: 百强物管企业整体服务满意度 .....	15
图 17: 2019 年百强企业在管项目价格与周边项目均价比较 .....	15
图 18: 百强物管企业续约率与收缴率情况 .....	15
图 19: 百强企业增值服务收入占比 .....	15
图 20: 2019、2020 年单位增值业务收入 (亿元) 及增速 .....	15
图 21: 基础物管收入和增值服务收入增速 .....	15
图 24: 物业管理公司合约面积覆盖在管面积的倍数 .....	17
图 25: 关联公司销售面积及增速 .....	17
图 26: 物业管理公司在管面积及合约面积 .....	17
图 27: 物业管理公司在管面积成份 .....	18
图 28: 物业管理公司 2019 年-2020 年销售面积及增速 .....	18
图 29: 百强物业企业增值服务均值及占比 .....	19
图 30: 2018-2020 年单位面积增值服务收入 .....	19
图 31: 样本公司 2020 年增值服务及增速 .....	19
图 32: 2020 年社区增值服务、非业主增值服务所占比重 .....	20
图 33: 非业主增值服务类型 .....	21
图 34: 社区增值服务类型 .....	21

## 表格目录

表 1: 物业管理公司首发市盈率及在管面积和签约面积对比 .....	2
表 2: 头部物业公司上市情况一览 .....	3
表 3: 部分样本公司发展战略及业绩指引 .....	6
表 4: 《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》重点内容 .....	9
表 5: 我国物业管理行业主要的鼓励性政策 .....	10
表 6: 部分城市普通住宅物业服务最高限价及提价政策 .....	10
表 7: 当前物业管理行业存量测算 .....	12
表 8: 2030 年物业管理行业发展空间测算 .....	13
表 9: 样本公司社区增值服务类型 .....	20
表 10: 非业主增值服务类型 .....	20

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在也不会与、未来也不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：潘玮，房地产行业分析师，清华大学管理学硕士、金融学学士。2008年进入银河证券研究部，曾获新财富、东方财富、金融界等多个分析师评选奖项。2013年团队获得新财富最佳分析师房地产行业第五名；2019年获得东方财富最佳分析师榜单房地产行业第一名。

分析师：王秋衡，房地产行业分析师，英国杜伦大学金融学硕士，北京交通大学金融学学士，2018年5月加入中国银河证券研究院至今，主要从事房地产行业及上下游相关产业链的研究工作。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn