

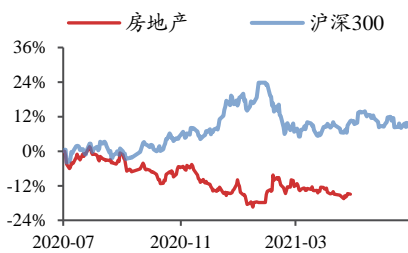
房地产

2021年07月21日

投资评级：看好（维持）

——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-多地推进物管条例制定，厦门物业智慧平台上线》-2021.7.18
- 《行业周报-多地加强管控，竣工超预期，贷款两集中效果显现》-2021.7.18
- 《行业点评报告-开工向下，竣工超预期，贷款两集中效果显现》-2021.7.16

物管行业专题报告三：集团资源调配的重心，扩表后 ROE 趋势成关键

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，成长性标的世茂服务、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。

● 业务架构：管理半径遇挑战，增值服务轻重切换，板块仍是集团资源调配重心

(1) 高成长性是当前行业发展特性，其中新房交付仍是最佳资源，外拓是最佳轻资产路径，而收并购双刃剑效应突显；针对规模快速崛起的板块，管理半径或迎来挑战，我们认为，区域裂变、项目模块化管理、智慧系统三大方式较为有效。

(2) 增值服务可在轻重切换中灵活孵化。从资源属性分类，消费类服务潜力较大，且借鉴国内外成功经验，针对门槛不高、差异化性质并不强烈的部分增值服务，转平台为自营并非不可变通。不考虑空间资源运营服务，远期场景下户均增值服务支出占家庭支出的 12%，报表口径的增值服务远期收入空间预计在 5321 亿元。(3) 服务业态宽度可期，非住宅业态，例如学校、医院、交通等，会在招投标时对公司、或者其从业人员设定限制，又或在评分时设定较高权重，具有一定的准入门槛。(4) 板块仍是地产集团资源调配的重心，同时地产集团多元化业务有望在未来赋能物管。

● 盈利趋势：ROE 下滑背后是短期资本扩容，而非盈利下滑引起

从板块 45 家主流物管公司 ROE 看，2020 年 45 家物管公司 ROE 均值 25%，较 2019 年下滑 16 个百分点。我们认为，当前物管公司 ROE 下滑明显，主要源于再融资带来的杠杆水平的回落，而非盈利能力的回落，且资产的周转效率不低。未来再融资资金发挥效果，收并购贡献收益的效率提升，盈利能力将会得到阶段性修复，推动 ROE 恢复至正常水平，至此，新一轮扩表成功完成。

● 估值对比：大小之辩，不可忽视的规模壁垒

(1) 大小公司均具备各自优势。大物管公司首先具备一定规模优势，集中体现在资金调配、业务探索方面。小物管公司可以追求小而美特性，增值服务试错成本低，局部城市密度高，利于持续降本增效。(2) 但我们认为，小公司优势对于大公司并无太多门槛，反之不然；且双方成长性相当，估值却继续分化。(3) 三大业务中非业主增值服务不具可持续性，做的是新房市场“一锤子买卖”，剔除该业务后的业绩更为宝贵，估值更具参考价值。

● 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、 行业高成长背后的两面性，管理半径面临挑战	6
1.1、 新房交付仍是最佳资源	7
1.2、 外拓：最佳轻资产路径	9
1.3、 收并购争议颇丰，双刃剑效应突显	10
1.4、 面临管理半径挑战具备三大应对方式	12
1.4.1、 方式一：区域裂变缩小管理半径	13
1.4.2、 方式二：模块化管理提升管理效率	13
1.4.3、 方式三：科技赋能实现信息互通	14
2、 增值服务可在轻重切换中灵活孵化	15
2.1、 优秀公司增值业务具备个性化特色	15
2.1.1、 碧桂园服务：社区传媒及增值创新服务增长迅猛	15
2.1.2、 金科服务：邻里出游服务加强客户黏性	16
2.1.3、 永升生活服务：美居业务打造泛家居服务平台	17
2.1.4、 新城悦服务：团膳及云柜业务增长可观	17
2.2、 从资源属性分类，消费类服务潜力最大	18
2.3、 模式：平台、自营，并非不可变通	19
2.3.1、 FirstService：轻重资产相结合	19
2.3.2、 碧桂园服务：收购城市纵横，瞄准社区传媒	21
2.4、 空间测算：远期场景下户均增值服务收入占家庭支出的 12%	21
3、 服务业态宽度可期，关键在从 0 至 1 的跨越	23
4、 板块仍是地产集团资源调配的重心	24
5、 ROE 下滑背后，是短期资本扩容、而非盈利下滑引起	26
6、 估值探究：大小之辩，不可忽视的规模壁垒	29
6.1、 大小标的各具秋千，大公司规模壁垒更强	29
6.2、 估值持续分化	31
7、 投资建议	34
8、 风险提示	34

图表目录

图 1： 主流物管公司合同管理面积近 4 年增速可观	6
图 2： 主流物管公司在管面积近 4 年增速可观	6
图 3： 主流物管公司 2020 年新增合同管理面积来源结构各异（单位：百万方）	7
图 4： 主流物管公司 2020 年新增在管面积来源结构各异（单位：百万方）	7
图 5： 主流物管公司来自地产集团项目的在管面积日益增加（单位：百万方）	8
图 6： 房地产开工增速有所回落	8
图 7： 房地产开竣工规模差持续拉大	8
图 8： 主流地产公司土储规模覆盖 4 倍当期销售面积（截至 2020 年）	9
图 9： TOP100 外的房企整体销售规模不容小觑	9
图 10： 主流物管公司 2020 年积极外拓以新增管理面积（单位：百万方）	10
图 11： 主流物管公司 IPO 募集资金用途以收并购为主	10
图 12： 中奥到家近年来流失合约建面较高（万方）	12

图 13: 世茂服务收并购标的整合后净利率提升明显	12
图 14: 截至 2020 年末, 主流物管公司覆盖城市数量及在管项目数可观	13
图 15: 融创服务区域裂变为“15 大区 + 医院事业部”架构	13
图 16: 世茂服务推行“网格化管理”	14
图 17: 新城悦服务智慧物业服务	15
图 18: 碧桂园服务社区传媒服务增长迅速	16
图 19: 碧桂园服务整合营销业务案例——竹叶青酒	16
图 20: 2020 年金科服务旅游服务营收增长 22%	16
图 21: 2020 年“金科邻里万人游”相约胡杨林	16
图 22: 永升生活服务美居业务可观	17
图 23: “旭惠美家”提前介入每个售楼交付环节	17
图 24: 新城悦服务零售、团膳服务开始发力	18
图 25: 新城悦云柜服务广阔的覆盖面	18
图 26: 6 家公司 2018 年以来社区增值服务占收入比例持续提升	19
图 27: 6 家公司社区增值服务中消费类业务占收入比例提升最为明显	19
图 28: FirstService 旗下主要品牌均处于行业领先地位	20
图 29: 公司品牌分部中由特许经营商收购而来的门店稳步提升 (累计数: 个)	20
图 30: 公司品牌分部中自营收入持续提升	20
图 31: 城市纵横合作伙伴包括多家物管公司	21
图 32: 城市纵横业务覆盖全国	21
图 33: 碧桂园服务中标东莞轨道交通大厦	24
图 34: 新大正中标重庆两江新区消防救援支队项目	24
图 35: 融创集团版图涵盖文旅、文化、医疗等领域	26
图 36: 板块 45 家主流物管公司 2020 年 ROE 均值 25%	27
图 37: 板块 45 家主流物管公司 2020 年毛利率均值 29%	27
图 38: 板块 45 家主流物管公司 2020 年净利率均值 14%	27
图 39: 板块 45 家主流物管公司 2020 年资产周转率均值 0.84 倍	28
图 40: 板块 45 家主流物管公司 2020 年权益乘数均值 2.2 倍	28
图 41: 并购后积极整合, ROE 将逐渐恢复	29
图 42: 并购后整合不利, ROE 将逐渐下降	29
图 43: 大物管公司具备更雄厚的资金优势 (按市值排名)	29
图 44: 建业新生活提出大中原战略	30
图 45: 2020 年不同公司非业主增值服务毛利占比基本回落	32
表 1: 主流物管公司近年来频现大额收并购	11
表 2: 中奥到家近 2 年仍持续收购多个标的	11
表 3: 主流物管公司覆盖广泛社区增值服务	15
表 4: 主流物管公司增值服务业务探索难度各异	21
表 5: 物管企业远期场景下户均增值服务创造收入、利润空间可观	22
表 6: 主流物管公司覆盖非住宅业态	23
表 7: 非住宅类业态招投标时普遍对物管人员相关经验提出要求	24
表 8: 主流物管公司董事会及管理层专业背景	25
表 9: 主流物管公司股权激励	25
表 10: 主流物管公司再融资活动持续增多	28
表 11: 未来 3 年大市值物管公司 PE 估值均值高于小公司估值均值	30

表 12: 预计未来 3 年主流物管公司非业主增值服务毛利占比逐年下降.....	32
表 13: 剔除业主增值服务业绩后的 PE 估值水平更高.....	33
表 14: 对业主增值服务业绩给予 5 倍 PE 后其他业务对应的估值水平继续分化.....	33

本篇报告从业务架构、盈利趋势、估值对比三个维度，试图回答关于板块成长、增值业务、服务业态、资源调配、盈利修复、估值探究等 6 个问题。

（一）业务架构：管理半径遇挑战，增值服务轻重切换，板块仍是集团资源调配的重心

（1）高成长性是当前行业发展特性，其中新房交付仍是最佳资源，外拓是最佳轻资产路径，而收并购双刃剑效应突显；针对规模快速崛起的板块，管理半径或迎来挑战，我们认为，区域裂变、项目模块化管理、智慧系统三大方式较为有效。（2）增值服务可在轻重切换中灵活孵化。从资源属性分类，消费类服务潜力较大，且借鉴国内外成功经验，针对门槛不高、差异化性质并不强烈的部分增值服务，转平台为自营并非不可变通。不考虑空间资源运营服务，远期场景下户均增值服务支出占家庭支出的 12%，报表口径的增值服务远期收入空间预计在 5321 亿元。（3）服务业态宽度可期，非住宅业态，例如学校、医院、交通等，会在招投标时对公司、或者其从业人员设定限制，又或在评分时设定较高权重，具有一定的准入门槛。（4）板块仍是地产集团资源调配的重心，同时地产集团多元化业务有望在未来赋能物管。

（二）盈利趋势：ROE 下滑背后是短期资本扩容，而非盈利下滑引起

从板块 45 家主流物管公司 ROE 看，2020 年 45 家物管公司 ROE 均值 25%，较 2019 年下滑 16 个百分点。我们认为，当前物管公司 ROE 下滑明显，主要源于再融资带来的杠杆水平的回落，而非盈利能力的回落，且资产的周转效率不低。未来再融资资金发挥效果，收并购贡献收益的效率提升，盈利能力将会得到阶段性修复，推动 ROE 恢复至正常水平，至此，新一轮扩表成功完成。

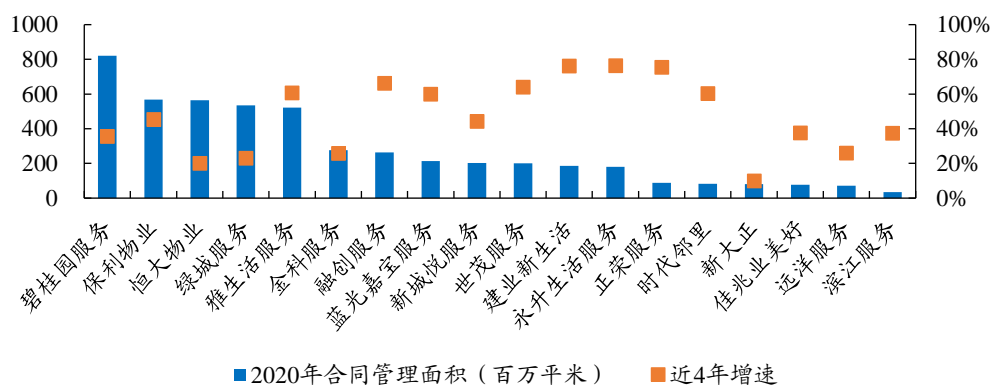
（三）估值对比：大小之辩，不可忽视的规模壁垒

（1）大小公司均具备各自优势。大物管公司首先具备一定规模优势，集中体现在资金调配、业务探索方面。小物管公司可以追求小而美特性，增值服务试错成本低，局部城市密度高，利于持续降本增效。（2）但我们认为，小公司优势对于大公司并无太多门槛，反之不然；且双方成长性相当，估值却继续分化。（3）三大业务中非业主增值服务不具可持续性，做的是新房市场“一锤子买卖”，剔除该业务后的业绩更为宝贵，估值更具参考价值。

1、行业高成长背后的两面性，管理半径面临挑战

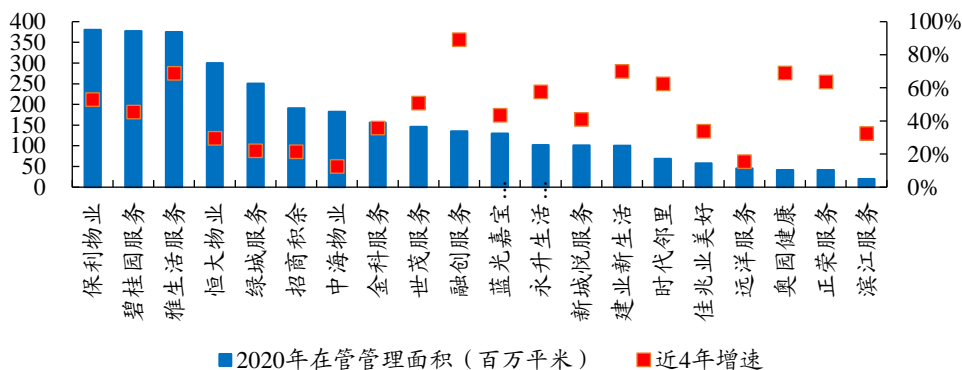
物管行业近年来发展势头迅猛，资本加持下越来越多物管公司开启上市潮流，2021年荣万家、宋都服务、星盛商业、越秀服务、中骏商管等公司均成功上市，未来仍有较多物管公司在排队交表中。当前行业较为明显的特点仍在于行业的高成长性；考虑到行业物管费提价的种种壁垒，公司提升营收规模的主要手段仍是扩展自身管理半径，提升自身管理面积。

图1：主流物管公司合同管理面积近4年增速可观



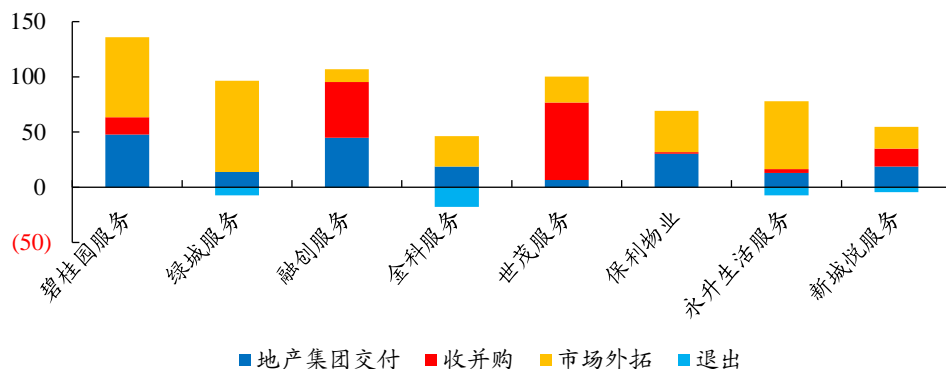
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图2：主流物管公司在管面积近4年增速可观

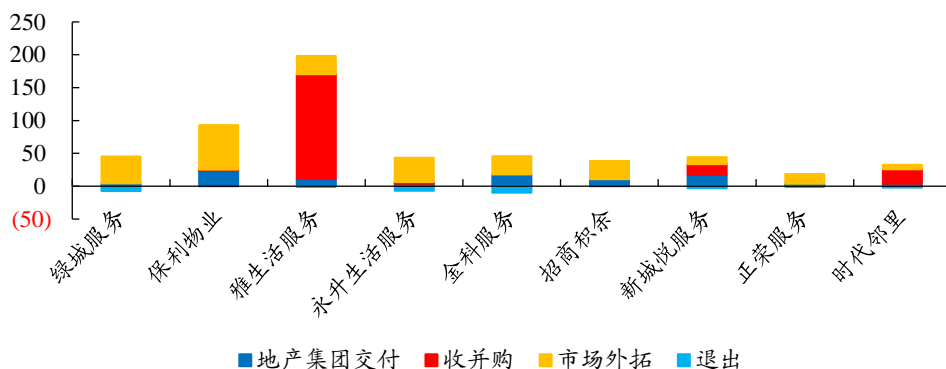


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

管理项目的来源无外乎三种途径：地产集团的支持、外拓和收并购。在高速成长的背后，行业是否会出现随之而来的成长阵痛期，企业的管理半径是否会受到一定挑战，均是我们需要思考的问题。

图3: 主流物管公司 2020 年新增合同管理面积来源结构各异 (单位: 百万方)


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

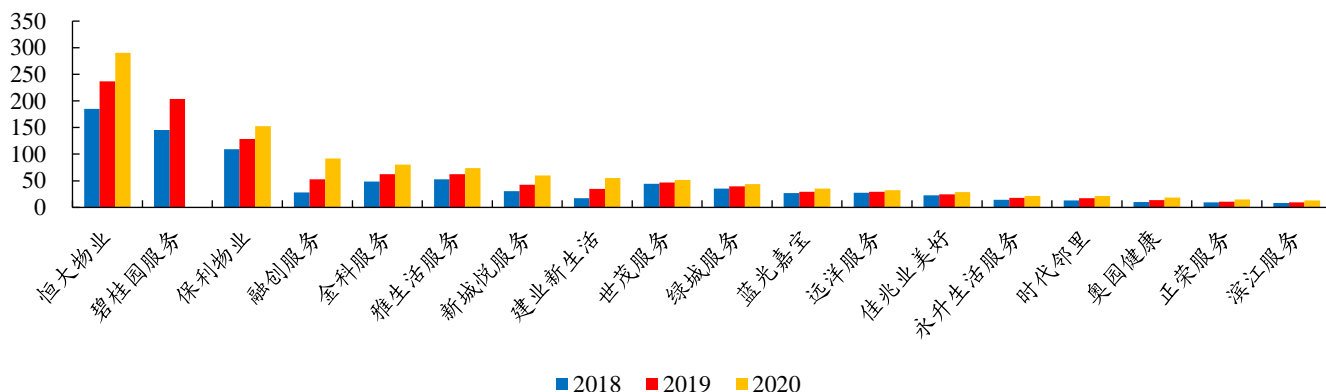
图4: 主流物管公司 2020 年新增在管面积来源结构各异 (单位: 百万方)


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

1.1、新房交付仍是最佳资源

从项目来源看, 资质最佳的必然是地产公司交付的新盘项目。新盘物管费的定价话语权在地产公司, 且考虑到物管费与房价相比差距悬殊, 业主对物管费的敏感度较低。此外, 新盘前三年的入住率均会处于较低水平, 物管公司进场初期所需投入的人员成本、机械设备成本均较为可控, 因此项目前期的盈利能力均处于较高水平, 这类项目是物管公司最优质的资源。

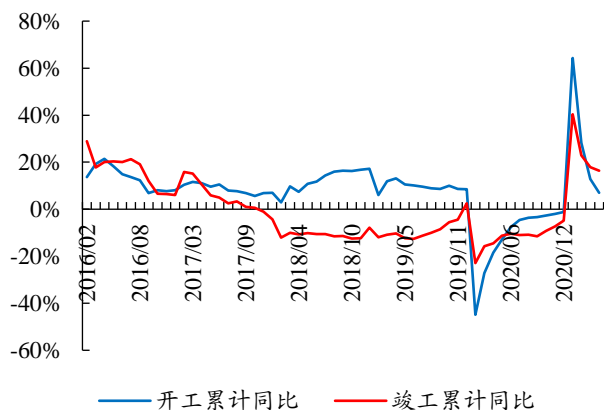
图5: 主流物管公司来自地产集团项目的在管面积日益增加 (单位: 百万方)



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

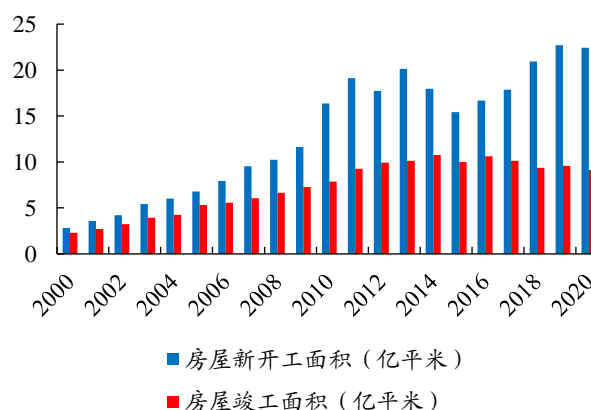
从中长期看, 行业开工走势将持收敛状态。房地产开工自 2018 年后持续处于高位, 尽管当前增速有所回落, 但开工竣工之间的规模差在持续拉大, 从行业开发逻辑看, 开工后 2-3 年将进入竣工交付周期。因此物管行业作为后地产周期的行业, 有望充分享受竣工修复的红利。

图6: 房地产开工增速有所回落



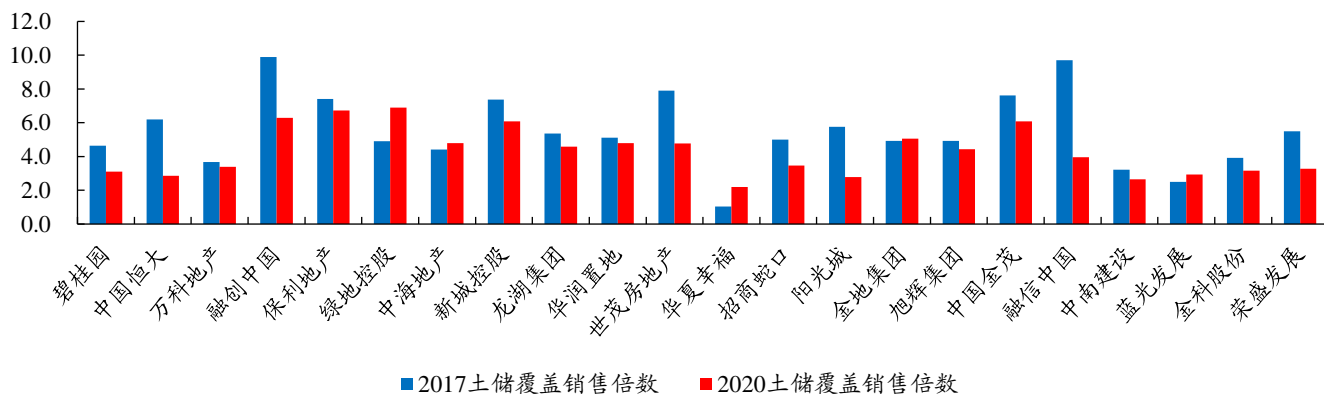
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 房地产开竣工规模差持续拉大



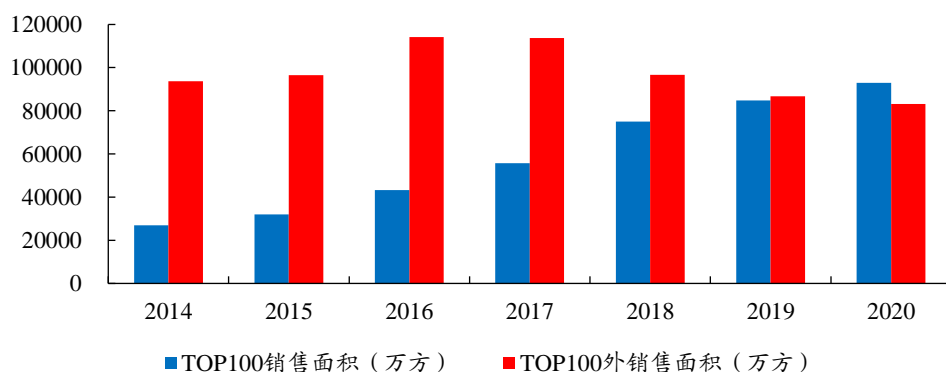
数据来源: Wind、开源证券研究所

物管公司锁定的管理面积为储备面积, 但中长期看地产集团的土储在未来交付后也较大概率会转为公司的管理项目, 该来源确定性较高。而从主流房企在手土储规模看, 2020 年平均土储规模仍是当期销售面积的 4 倍, 在未来仍可很大程度增厚物管公司的管理规模, 为物管公司业绩提供保障。

图8: 主流地产公司土储规模覆盖 4 倍当期销售面积 (截至 2020 年)


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

地产行业股权合作方式较多, TOP100 以外的房企由于规模受限往往没有自身的物管公司。大型地产开发商在与小地产公司合作过程中话语权更强, 可以获得合作楼盘的后续物管服务权利; 此外, 小地产公司为寻求和大公司长远合作, 也会将独立开发的楼盘给到大地产公司旗下的物管公司管理, 这都会进一步加速物管行业集中度的提升。2020 年, TOP100 以外的房企销售面积累计值达 8.32 亿平米, 占全国规模的 47%, 从趋势看占比持续向下, 但整体规模仍不容小觑。

图9: TOP100 外的房企整体销售规模不容小觑


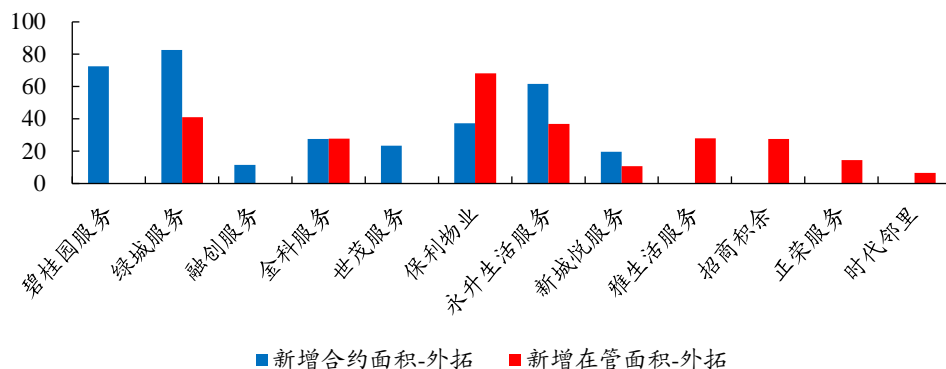
数据来源: CRIC、开源证券研究所

1.2、外拓: 最佳轻资产路径

外拓项目中新盘、二手盘兼有, 物管公司进场前期有一定话语权, 可对小区需要修缮的设施设备提出要求。外拓项目在盈利能力上不及地产集团交付的新盘, 但其是比较轻资产拓展的路径。唯一的风险在于管理能力若有欠缺, 影响品牌效应及后续项目续签率, 但即使项目丢失掉, 考虑前期并不需要投入大量资本获取项目, 沉没成本也较低。

目前市场上对外拓规模持续提升的物管公司更为青睐。外拓进展顺利的公司，一方面说明物管公司品牌效应、服务品质较好；另一方面公司外拓团队具备更高积极性。未来外拓项目占比的提升或对公司短期整体盈利产生一定压力，但好的项目随着盈利结构的调整会有所好转，项目密度提升后也可形成区域内的规模效益。

图10: 主流物管公司 2020 年积极外拓以新增管理面积 (单位: 百万方)

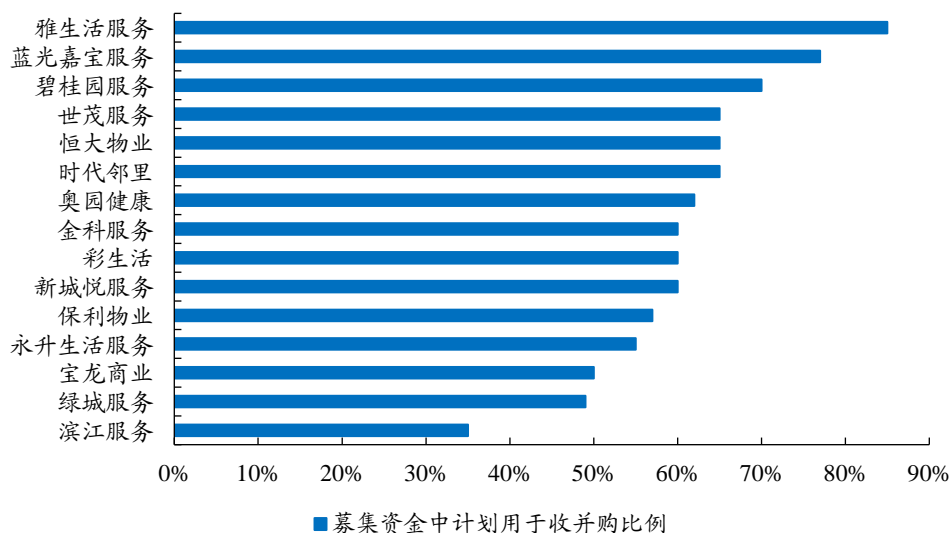


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

1.3、收并购争议颇丰，双刃剑效应突显

收并购是最为迅速、直接的拓规模方式。从物管公司 IPO 募集资金用途可以看出，近 60% 资金均用于持续收并购。通过收并购，物管公司迅速切入诸多非住宅业态，包括学校、医院、社区媒体以及环卫等城市服务。理想情况下，通过吸收标的公司的“长”，来弥补本公司的“短”，可以迅速建立外拓能力。

图11: 主流物管公司 IPO 募集资金用途以收并购为主



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

表1: 主流物管公司近年来频现大额收并购

收购方	收购标的	时间	代价(亿元)	持股比例	标的公司业态
碧桂园服务	福建东飞	2020年10月	8.71	60.0%	城市环境服务
	满国康洁	2020年10月	24.50	70.0%	城乡环境卫生
	城市纵横	2020年7月	15.12	100.0%	城市社区电梯媒体
恒大物业	亚太酒店物业	2021年1月	15.00	100.0%	住宅、商业、公建、城市服务
融创服务	彰泰服务	2020年5月	14.93	99.5%	住宅、商业、文旅
	开元物业	2021年5月	7.30	80.0%	住宅、商业、医院、城市服务
雅生活服务	北京慧丰	2021年3月	2.81	51.0%	环卫服务
	陕西明堂	2021年3月	1.44	60.0%	
	大连明日环卫	2021年3月	3.00	51.0%	
	中航环卫	2021年3月	3.00	30.0%	
世茂服务	浙大新宇	2020年7月	6.15	51.0%	高校
	深兄环境	2021年4月	4.39	67.0%	城乡环境卫生
绿城服务	中奥到家	2020年7月	2.34	18.7%	物业管理、物业管理咨询
新城悦服务	诚悦时代	2020年5月	1.05	61.5%	住宅、商业、园区
合景悠活	雪松智联	2021年1月	13.16	80.0%	住宅、商业、医院、学校

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

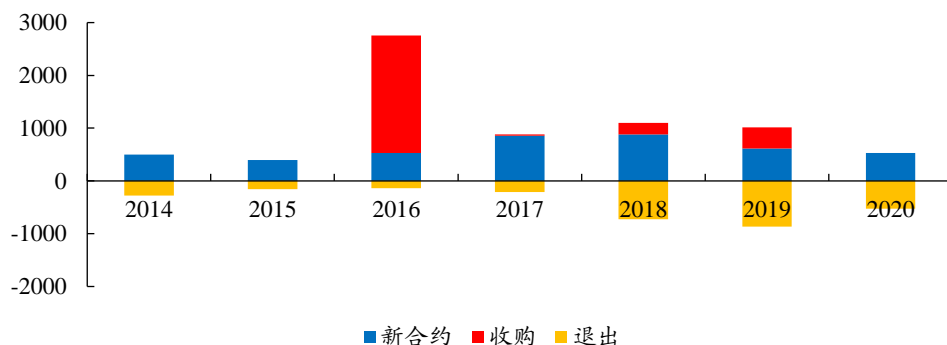
收并购可以助力物管公司规模快速提升,但随之带来的结果是后续整合难度加大。考虑到收并购前期公司均需要投入较多的沉淀资金才能获取项目,是一个比较“重资产”的外拓方式。因此,若后续项目丢失则处于得不偿失的境地。

以中奥到家为例,2016年公司进行大规模收并购,但此后数年流失合约面积居高不下,整合不利导致陷入规模停滞僵局。

表2: 中奥到家近2年仍持续收购多个标的

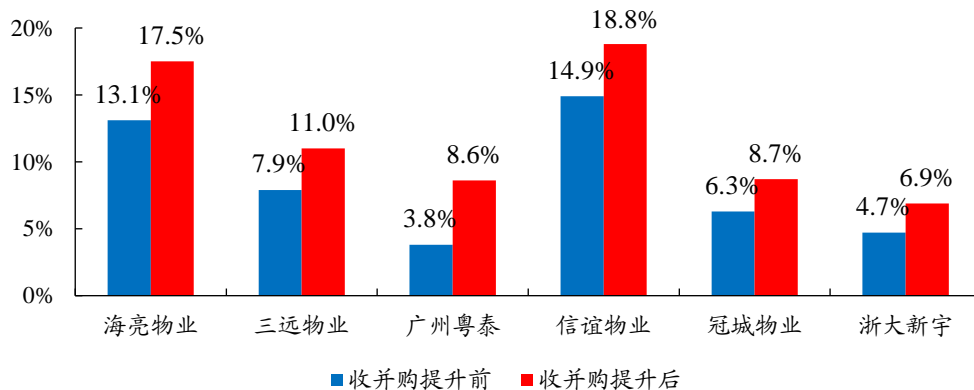
收购标的	时间	代价(亿元)	持股比例
铭锦城	2019年2月	0.09	60%
辉煌置业	2019年4月	1.00	51%
苏州建屋	2019年4月	0.56	66%
金盾正安	2020年1月	0.68	60%
广东华瑞	2020年6月	0.40	51%
浙江永成物业	2020年6月	0.23	7.5%
广东迅华	2020年7月	0.40	70%
广州诺登	2020年12月	0.05	100%

数据来源: 中奥到家公司公告、开源证券研究所

图12: 中奥到家近年来流失合约建面较高 (万方)


数据来源: 中奥到家公司公告、开源证券研究所

投后一体化管理, 赋能提升业绩。世茂服务推行“不一样”的收并购, 标的得到较好整合。公司基于价值投资与投后一体化管理的投资理念, 不仅在短期内支撑公司规模增长, 更在中长期培育新的增长点。投后管理上, 公司专设工作组推行标准化管理, 从财务、人力、风控、业务信息四个角度进行一体化引领, 对标世茂标准, 在业主与物业间形成正向循环。截至2020年末, 公司收并购标的收缴率平均提升12.1个百分点, 社区增值服务提升2.5倍。

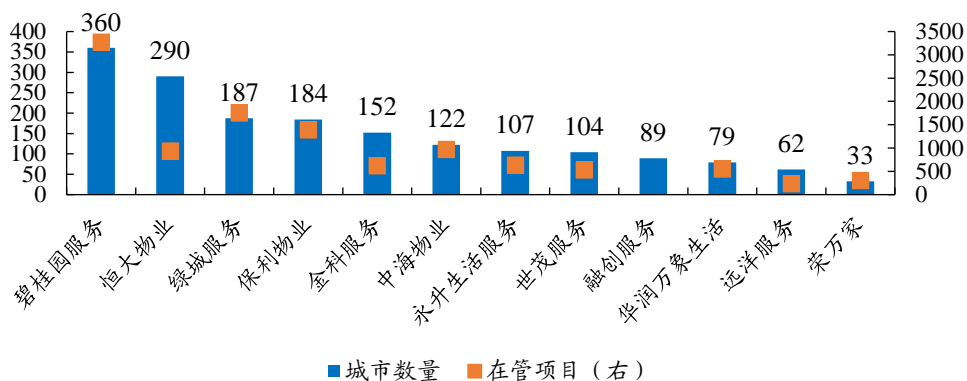
图13: 世茂服务收并购标的整合后净利率提升明显


数据来源: 世茂服务2020年业绩会材料、开源证券研究所

1.4、面临管理半径挑战具备三大应对方式

随着物业管理渗透度提升, 物管公司覆盖城市数量逐渐提升。物业管理是人力高度密集的服务行业, 未来随着规模提升将面临管理半径上限的问题。管理半径即管理者所能管理的资源, 与公司层级架构息息相关。

图14: 截至 2020 年末, 主流物管公司覆盖城市数量及在管项目数可观



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

对管理半径的挑战问题, 一方面, 针对区域架构调整以细粒化, 缩小在管半径是途径之一。另一方面, 对区域内项目予以模块化, 并制定规范化流程标准予以监管也是途径之一。此外, 从延伸能力范畴上, 物管公司纷纷借力科技, 推行“智慧物管”, 让数据辅助管人, 从而提升管理半径。

1.4.1、方式一: 区域裂变缩小管理半径

从组织架构入手, 裂变管理区域, 缩小管理半径是途径之一。以融创服务为例, 2020 年公司收购开元物业, 整合环球世纪, 并对公司原有的组织架构进行了调整: 将开元、环融及原有的 7 大区架构进行重整, 最终裂变成形成目前“15 大区 + 医院事业部”的新架构。新的架构通过聚焦城市深耕, 形成集团、区域、项目具有层次化的架构体系, 进一步加强外拓能力, 控制区域管理层的管理半径, 加强区域内项目的掌控力。

图15: 融创服务区域裂变为“15 大区 + 医院事业部”架构

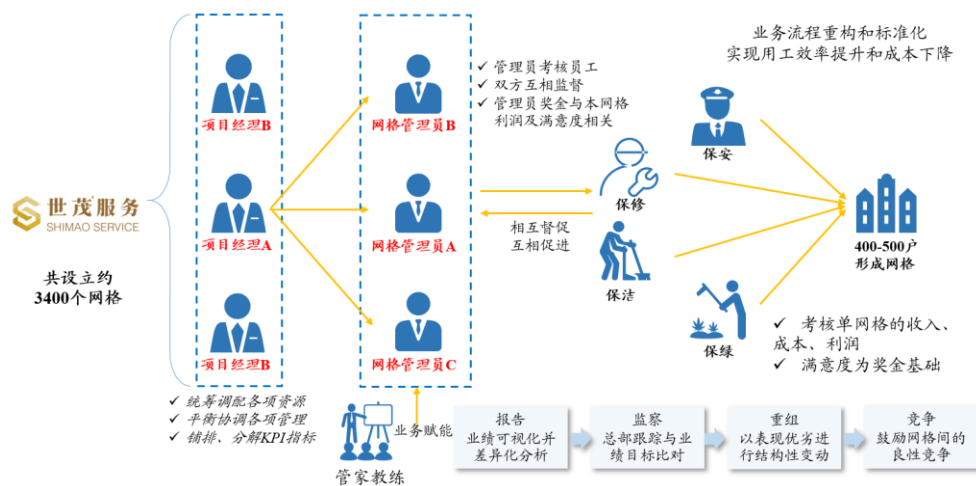


资料来源: 融创服务公司官网, 开源证券研究所

1.4.2、方式二: 模块化管理提升管理效率

项目层面进行互相约束的模块化管理。以世茂服务为例，从项目层面上，世茂服务推行网格化管理架构，将在管物业划分为诸多网格，项目内每 400-500 户形成一个管理网格，通过评估各个网格内的经营绩效及业主满意度，对症下药进行监督与激励。网格内设置管理员作为甲方，网格内的保安、保洁等工作人员作为乙方，实现服务全覆盖；网格内指标对应到岗、到人，保障服务品质。

图16: 世茂服务推行“网格化管理”



资料来源：世茂服务 2020 年业绩会材料、开源证券研究所

1.4.3、方式三：科技赋能实现信息互通

智慧服务平台，科技赋能信息互通。科技是信息化潮流下克服管理半径问题的有效途径。2021 年 2 月，新城悦服务智慧运营中心正式启用。通过智慧大屏、AI、智能终端间的相互配合，新城悦服务能对公司管项目涉及的上百个服务流程、数十个业务模块进行监控，对项目异常状况或业主反馈形成实时预警，让数据代替人去追踪，提升管理效率。

以工单系统为例。智慧服务平台收集历史工单形成数据库，梳理工单的名称、详情、时间等关键信息。工单系统覆盖工单处理的全流程：从业主提交工单，到管家接单、服务分配、实施服务、结果反馈。同时，平台对管家进行分级，等级越高的管家覆盖网格区块越高。全流程下实现操作的可视化、透明化及可追溯化。

图17: 新城悦服务智慧物业服务



资料来源: 新城悦服务公司官网、开源证券研究所

2、增值服务可在轻重切换中灵活孵化

物管公司的社区增值服务仍在持续探索中。目前,主流物管公司增值服务类型多元化,已基本覆盖社区零售、美居、空间运营、资产经纪等常见业务。同时,不同公司具备个性化特点,比如碧桂园服务的社区传媒业务、金科服务的旅居业务、绿城服务的养老教育业务、新城悦的云柜业务等。

表3: 主流物管公司覆盖广泛社区增值服务

	房屋服务	场地运营	生活团购	汽车服务	房屋租售	保险服务	房产咨询	车位代管	社区教育	航旅出行	金融服务	养老健康
碧桂园服务	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓					✓
恒大物业	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓		✓		✓
融创服务	✓	✓	✓		✓					✓		✓
金科服务	✓	✓	✓		✓				✓	✓		✓
雅生活服务	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓		✓	
世茂服务	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓			✓
永升生活服务	✓	✓	✓		✓			✓				
绿城服务	✓	✓	✓		✓				✓			✓
新城悦服务	✓	✓	✓		✓			✓	✓			✓

资料来源: 各公司公告、公司官网、开源证券研究所

2.1、优秀公司增值业务具备个性化特色

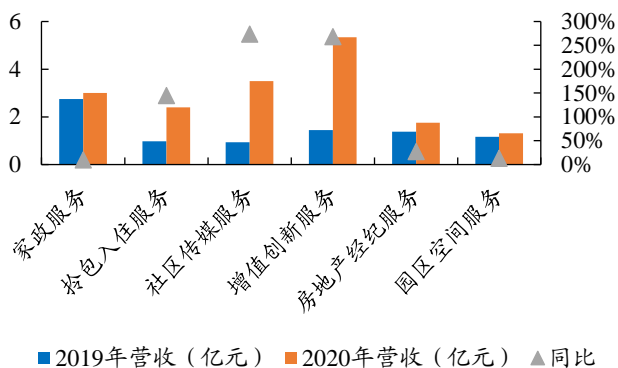
2.1.1、碧桂园服务: 社区传媒及增值创新服务增长迅猛

碧桂园服务作为行业龙头,在社区传媒和增值创新服务方面增长迅速。2020年7月,公司通过收购城市纵横切入社区传媒,转外包为自营,以“营销+分销”的模式提供精准、多元的广告服务,场景覆盖户外大牌、灯箱、道旗、道闸、电梯等。2020

年，公司社区传媒服务营收 3.5 亿元，同比增长 274%。

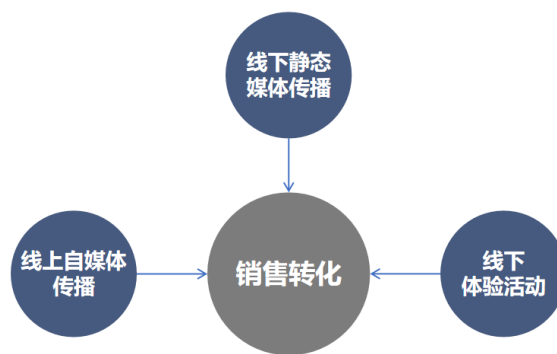
增值创新服务方面，公司同汾酒集团、美的小家电等公司进行战略合作，并接入各大电商、团购平台，与线下营销活动结合，实现整合销售，其中竹叶青营销销售额超亿元。2020 年，公司增值创新服务营收 5.3 亿元，同比增长 269%。

图18: 碧桂园服务社区传媒服务增长迅速



数据来源: 碧桂园服务公司公告、开源证券研究所

图19: 碧桂园服务整合营销业务案例——竹叶青酒



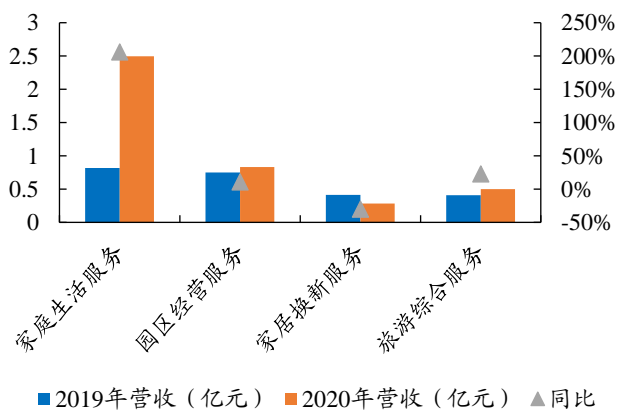
资料来源: 碧桂园服务公司公告、开源证券研究所

2.1.2、金科服务: 邻里出游服务加强客户黏性

构筑邻里文化，沉淀沟通与默契。金科服务自 2008 年起推行“中国式隔壁邻里文化”，打造了邻里旅游季在内的六大邻里系列活动，增进了业主间的了解与信任。数年来，金科邻里万人游足迹遍布北京、三亚、新疆等国内城市，以及美国、韩国等国外地区。2020 年，“金科邻里万人游”开启胡杨林之旅，汇聚了全国的金科业主。

基于业主的邻里活动为金科服务的旅游业务奠定了基础。金科服务的旅游业务包括票务代理服务及旅行社服务，旗下拥有全牌照国际旅行社，为业主、住户及公众提供各种类型的团体游服务、酒店预订、汽车租赁、签证申请等服务，以业主邻里文化为基点，逐渐提升覆盖面。2020 年，公司旅游综合服务营收 0.5 亿元，同比增长 22%。

图20: 2020 年金科服务旅游服务营收增长 22%



数据来源: 金科服务公司公告、开源证券研究所

图21: 2020 年“金科邻里万人游”相约胡杨林



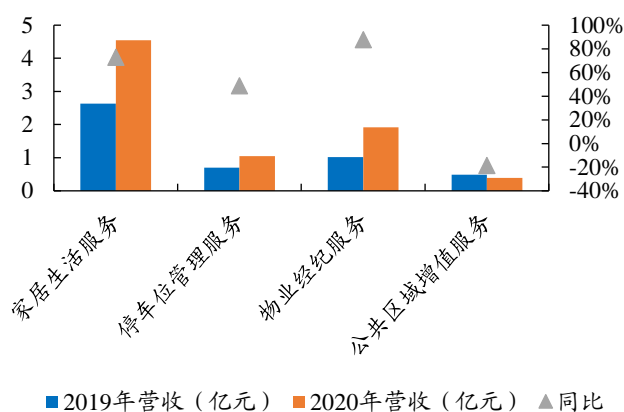
资料来源: 金科服务公司官网

2.1.3、永升生活服务：美居业务打造泛家居服务平台

突破传统“家装”与“装修”，打造社区泛家居服务平台。永升生活服务早期便将美居业务BU化，并于2020年12月16日正式发布社区泛家居服务平台“旭惠美家”，定位为社区增值服务新的增长极。2020年，公司美居生活服务实现营收4.5亿元，同比增长73%。

“旭惠美家”整合主材、设备、软装、智能家居等全品类产品，并从地产开发前期介入，在交付前完成样板间构筑，服务覆盖验收、交房、入驻、后期维保全过程。2021年6月18日，公司进一步与红星美凯龙达成战略合作，打造全生命周期的“一站式”家装美居服务。

图22：永升生活服务美居业务可观



数据来源：永升生活服务公司公告、开源证券研究所

图23：“旭惠美家”提前介入每个售楼交付环节

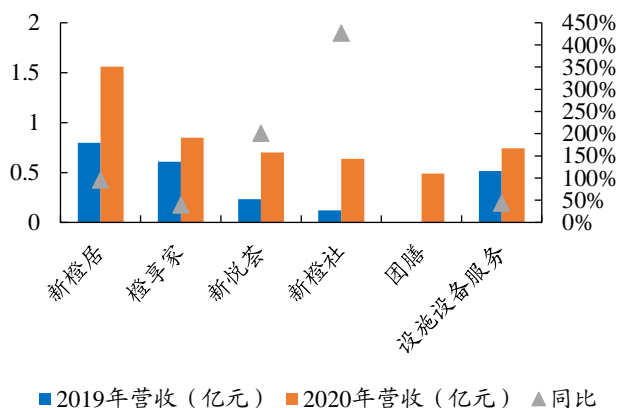


资料来源：永升生活服务官网

2.1.4、新城悦服务：团膳及云柜业务增长可观

2020年5月，新城悦服务通过收购诚悦时代进入办公、产业园团餐业务领域，团餐业务为非住宅业态提供餐饮服务，2020年实现收入0.49亿元。

2021年2月，新城悦服务向新城发展收购云柜网络科技，云柜业务覆盖100个城市超过2万个网点，收购完成后新城悦服务实现了快递柜业务的自营化，有助于提升业主满意度，发力社区快递业务。2021年3月，公司同支付宝、十荟团、好慷在家达成战略合作，推进“线上+线下”服务融合发展。

图24：新城悦服务零售、团膳服务开始发力


数据来源：新城悦服务公司公告、开源证券研究所

图25：新城悦云柜服务广阔的覆盖面


资料来源：新城悦服务公司官网

2.2、从资源属性分类，消费类服务潜力最大

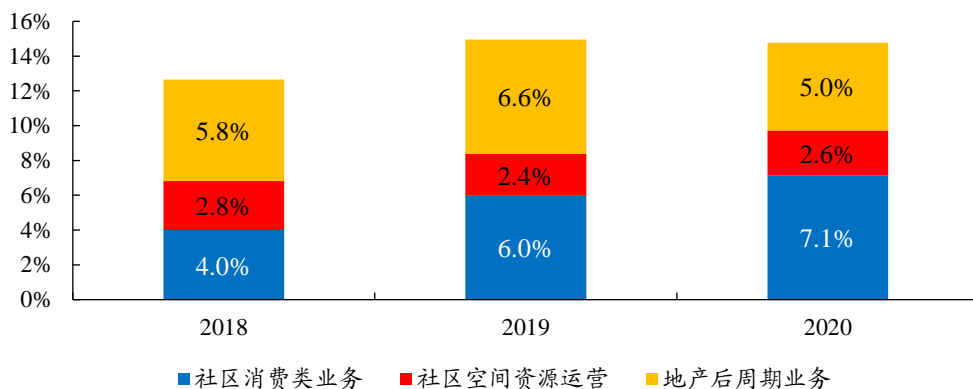
从各业务背后依赖的资源属性看，我们大致将增值服务分为社区消费类、空间资源运营、地产后周期业务三大类。

社区消费类：在三类业务中消费属性最强，物管公司可以切入到业主生活场景中，衣食住行等多方面满足业主需求，主要业务包括零售、养老、教育、家政等方面。这类业务涉及方向众多，未来想象空间最为可观，但面临的外部挑战也最大（比如需要和外部电商、团购、教育平台等竞争），该业务得以顺利开展的前提是物管公司与业主之间存在较强的客户黏性。

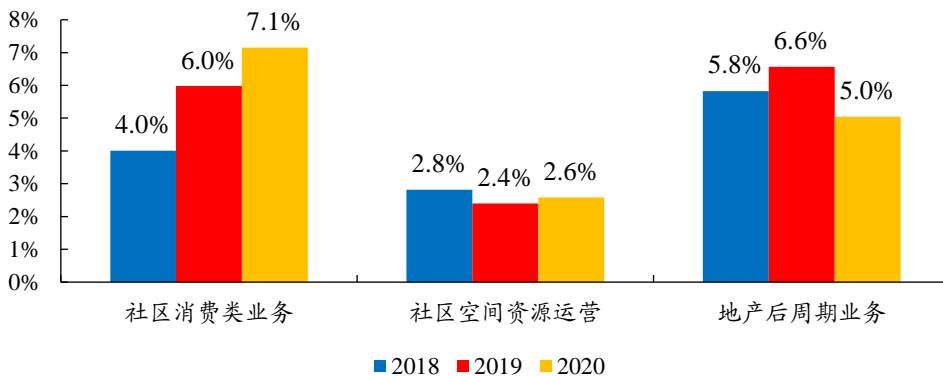
空间资源运营类：主要是依赖公共空间形成的收入，主要包括园区空间服务、社区传媒服务等，该业务随着在管面积的提升稳步提升，但单位面积产生的坪效短期难以提升，且中高档小区业主出于对生活品质的追求，对社区空间资源的利用有一定的排斥，因此该业务中长期看存在一定瓶颈。

地产后周期类：主要与地产平台开发体量相关，主要业务包括美居、房屋经纪、社区资产管理等业务，这类业务当前得以快速发展仍然依赖于新房市场的持续拓展，比如未来大量新房交付后可以提供拎包入住业务，提高美居渗透率是当前物管公司发展重点之一。此外，存量市场也会给后周期业务带来部分动力，比如车位管理、存量房屋买卖等。

我们梳理了6个物管公司（碧桂园服务、金科服务、世茂服务、融创服务、绿城服务、永升生活服务）的增值服务概况，发现2020年这三大类业务中，6家公司社区消费类业务增长最为可观，同比增速达80%，空间资源运营、地产后周期业务分别为62%、16%；从各业务占总收入情况看，6家公司社区消费类、空间资源运营、地产后周期业务占总收入比例分别为7.1%、2.6%、5.0%，其中社区消费类业务改善幅度最为明显，地产后周期业务受疫情波动最大，主要和地产公司交付节奏放缓相关。

图26: 6家公司2018年以来社区增值服务占收入比例持续提升


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图27: 6家公司社区增值服务中消费类业务占收入比例提升最为明显


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

2.3、模式: 平台、自营, 并非不可变通

物管公司多元化的社区增值服务, 目前主要以平台为主, 通过链接业主与第三方, 或提供公区空间, 获取佣金或租金收入。该种方式比较轻资产, 前期沉淀成本较少, 利润空间也较小。伴随区域内管理密度的提升, 针对门槛并不高、差异化性质并不强烈的部分社区增值服务, 转平台为自营并非不可变通, 北美物管龙头 FirstService 和国内的碧桂园服务对此均有成功尝试。







2.3.1、FirstService: 轻重资产相结合

FirstService (FSV) 成立于 1989 年, 总部位于加拿大多伦多, 成立之初主要从事商业游泳池和娱乐设施的管理业务。公司目前通过住宅与品牌两大分部开展业务, 住宅分部是北美最大的住宅社区平台管理商, 品牌分部结合特许经营权和自营体系, 为住宅、商业提供增值服务。

FirstService 在早期便采用自营+特许经营权相结合的网络模式, 为住宅、商业提供保险修复、房屋检测、消防安全等多项物业服务。这些物业服务分布分散, 各自

细分市场规模也一般，但公司经过多年整合，旗下合作品牌已然成为各自领域的龙头。公司与特许经营商合作，收取一定比例的特许经营收入。截至2020年，公司合计拥有1473个特许经营商，整体营收超21亿美元。

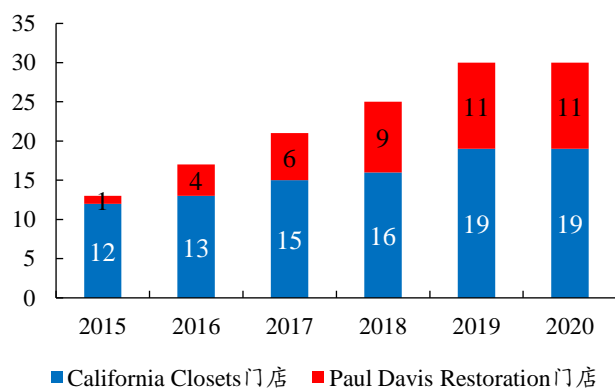
图28: FirstService 旗下主要品牌均处于行业领先地位

Brand	服务内容	特许经营商 (个)	美国市场规模 (亿美元)	地位	市场份额
 PAUL DAVIS	住宅/商业保险修复	313	600	TOP2	2.5%
 Certapro Painters	住宅/商业粉刷	353	500	TOP1	1%
 CALIFORNIA CLOSETS	衣柜及家用收纳解决方案/商业粉刷	86	60	TOP1	7%
 PILLAR TO POST	房屋检查评估	542	30	TOP1	3%
 FLOOR COVERINGS	地板设计与安装	142	650	TOP1	<1%
 Century	消防及安全服务	-	80	TOP1 (美东南区)	3%

资料来源: FirstService 公司公告, 开源证券研究所

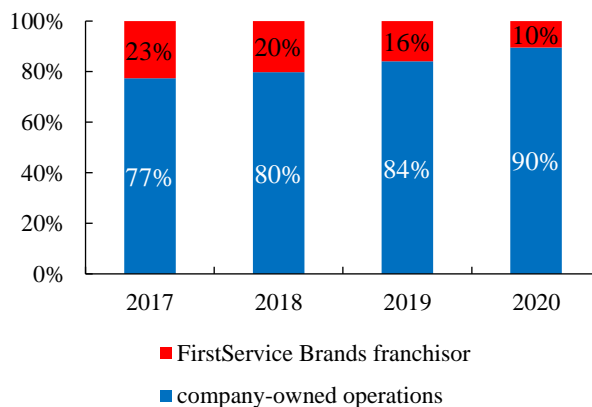
经过多年与品牌的合作,一方面公司积累现金流,另一方面管理密度得到提升。因此,公司逐步收购部分门店涉足自营。截至2020年,公司在美国、加拿大自营的19个 California Closets 门店和11个 Paul Davis Restoration 门店,主要便是从特许经营商手中收购而来,这些门店集中在项目密度较高的区域。通过特许经营转自营,前期轻资产模式减少经营风险,同时积累经验与资金;后期相对重资产模式增强盈利能力,发挥规模效益提升服务品质。

图29: 公司品牌分部中由特许经营商收购而来的门店稳步提升(累计数: 个)



数据来源: FirstService 公司公告, 开源证券研究所

图30: 公司品牌分部中自营收入持续提升



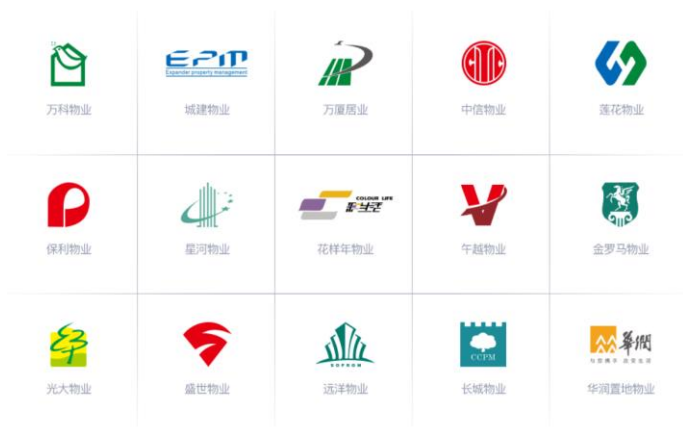
数据来源: FirstService 公司公告, 开源证券研究所

2.3.2、碧桂园服务：收购城市纵横，瞄准社区传媒

电梯媒体广告，是物管公司最基本的社区增值服务来源之一。一般而言，物管公司通过采取“类租金”模式收取佣金。2020年7月，碧桂园服务收购电梯广告商城市纵横，将社区传媒业务实现自营化。截至2020年末，碧桂园服务联合城市纵横业务遍布277个城市，合计拥有近300万块电梯海报资源。

基于电梯传媒，延伸至社区传媒。目前，碧桂园服务社区传媒场景分布户外大牌、灯箱、道旗、道闸、电梯框架、交通中心大牌等。2020年社区传媒服务营收3.5亿元，同比提升273.6%。自营化不仅带来收入的迅速提升，同时可以把控平台化经营中社区传媒质量参差不齐的弊端。社区传媒还可以进一步延伸至社区活动，以“营销+分销”模式为第三方定制媒介套餐，进一步增厚盈利。

图31：城市纵横合作伙伴包括多家物管公司



资料来源：城市纵横公司官网

图32：城市纵横业务覆盖全国



资料来源：城市纵横公司官网

2.4、空间测算：远期场景下户均增值服务收入占家庭支出的12%

我们将不同社区增值服务业务分别展开剖析，不同业务在社区场景下是刚需还是可选属性存在不同，同时市场竞争激烈度不同；此外业务消费频次、消费客单价、毛利率均有一定差异，且业务与物管公司本身发展脉络契合度不同，最终都会导致不同业务在远期的利润贡献度有差异。

表4：主流物管公司增值服务业务探索难度各异

业务内容	用户构成	类型	消费频次	社区场景是刚需	客单价	毛利率	市场竞争激烈度	资源契合度
生鲜零售	全龄全家庭结构	社区消费类业务	高	✓	低	低	高	较高
日用品零售	全龄全家庭结构	社区消费类业务	高	✓	低	较低	高	较高
电子/家电零售	全龄全家庭结构	社区消费类业务	较低	×	高	较低	高	较低
入户维修	全龄全家庭结构	社区消费类业务	较低	✓	较低	较高	低	高
入户家政	全龄全家庭结构	社区消费类业务	较低	✓	低	高	较低	较高

业务内容	用户构成	类型	消费频次	社区场景是 否刚需	客单价	毛利率	市场竞争 激烈度	资源契合度
洗衣服务	全龄全家庭结构	社区消费类业务	较低	✓	低	高	较低	较低
二次装修	全龄全家庭结构	地产后周期业务	低	✓	高	较低	高	较低
房屋经纪	全龄全家庭结构	地产后周期业务	低	✓	高	较低	高	高
儿童托管	有孩家庭	社区消费类业务	高	✓	较低	较高	较低	较高
康养服务	老年家庭	社区消费类业务	高	✓	较低	较高	较低	较高
车辆服务	有车家庭	社区消费类业务	高	×	低	较高	高	较低
宠物服务	有宠家庭	社区消费类业务	高	×	低	较高	高	低
金融保险	全龄全家庭结构	社区消费类业务	低	×	较低	较高	高	低
医疗保健	全龄全家庭结构	社区消费类业务	低	×	较低	较高	高	低

资料来源：开源证券研究所

考虑空间资源运营类业务主要收费群体在于外界第三方，比如梯媒等，此处我们仅测算了社区消费类、地产后周期类业务的空间。同时，我们主要测算存量房屋持续物业管理过程中产生的可持续运营收入；而对于一些伴随新盘开盘初期的业务，比如新房软装业务等，此处未有测算。但这一部分空间较为可观，且在前三年新盘交付时新房美居业务覆盖率有望达30%，从绝对量看较为可观（比如单项目50万方体量，对应住户5000户，单住户装修费用60000元，渗透率30%，则可形成收入9000万元）。

最终我们测算出远期场景下户均增值服务收入可达6462元/年，毛利1629元/年。2020年全国居民人均消费支出21210元，户均人口2.6人，则对应2020年户均消费支出可达55146元，远期场景下户均增值服务支出占家庭总支出的11.7%。

假定远期场景下，我国人口稳定在14亿人，城镇化率70%，户均人口3人，则对应城镇家庭户数3.27亿户；若户均增值服务收入可达6462元/年，则增值服务营业额可达2.11万亿元。但此处户均收入更多是流量口径概念，物管公司通常会将一些业务进行部分成本扣除后再记为收入，因此最终体现在报表口径的增值服务远期收入空间预计在5321亿元。

表5：物管企业远期场景下户均增值服务创造收入、利润空间可观

业务内容	消费频次 (次/月)	单次消费金额 (元)	覆盖率	总营业额 (元)	毛利率	报表收入 (元)
生鲜零售	2.00	50	30%	360	10%	36
日用品零售	6.00	30	30%	648	15%	97
电子/家电零售	0.10	1000	30%	360	15%	54
入户维修	0.10	200	80%	192	45%	86
入户家政	0.50	150	50%	450	55%	248
洗衣服务	0.25	60	50%	90	55%	50
二次装修	0.01	60000	20%	1440	15%	216

业务内容	消费频次 (次/月)	单次消费金额 (元)	覆盖率	总营业额 (元)	毛利率	报表收入 (元)
房屋经纪	0.01	15000	20%	360	15%	54
儿童托管	2.00	100	50%	1200	30%	360
康养服务	2.00	100	50%	1200	30%	360
车辆服务	1.00	30	20%	72	45%	32
宠物服务	1.00	50	10%	60	45%	27
金融保险	0.08	150	10%	15	30%	5
医疗保健	0.08	150	10%	15	30%	5
合计				6462		1629

数据来源：开源证券研究所

3、服务业态宽度可期，关键在从 0 至 1 的跨越

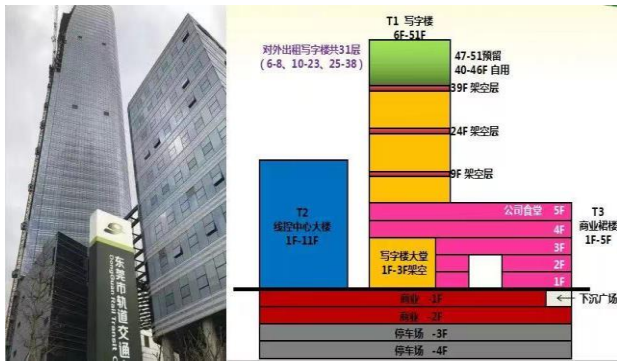
除住宅业态外，物管公司的非住宅业态布局也已非常宽广。目前，主流物管公司非住宅业态覆盖商业、园区、市政、学校、交通、景区、康养、军队等。与住宅业态不同，大部分非住宅业态存在议价空间。住宅业态物业费提价非常艰难，而非住宅业态物管服务市场化程度较高，不同业态还存在异质性服务需求，服务密度也远低于住宅业态。

表6: 主流物管公司覆盖非住宅业态

	商写园区	政府机关	医院	康养	学校	交通	文旅景区	乐园	银行	酒店
碧桂园服务	✓	✓	✓		✓	✓	✓			
恒大物业	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
融创服务	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓		✓
金科服务	✓	✓	✓		✓		✓			
世茂服务	✓	✓	✓	✓	✓	✓				
绿城服务	✓	✓	✓	✓	✓		✓			
保利物业	✓	✓	✓		✓	✓	✓			✓
招商积余	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
新大正	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			

资料来源：各公司公告、公司官网，开源证券研究所

图33: 碧桂园服务中标东莞轨道交通大厦



资料来源: 碧桂园服务微信公众号

图34: 新大正中标重庆两江新区消防救援支队项目



资料来源: 新大正公司官网

克服限制, 通过收并购迅速切入非住宅业态。非住宅业态, 例如学校、医院、交通等, 会在招投标时对公司、或者其从业人员设定限制, 又或在评分时设定较高权重, 具有一定的准入门槛。例如, 合肥市传染病医院物管服务招标时要求投标人近三年具有医院物业服务业绩, 杭州医学物管服务要求负责人在本单位具有 3 年及以上校园物业管理工作经验。这些限制间接地促使物管公司通过收并购迅速切入目标市场。

表7: 非住宅类业态招投标时普遍对物管人员相关经验提出要求

项目名称	类型	部分要求/评分细则
合肥市传染病医院物业服务	医院	(1) 投标人近三年 (2018 年 1 月 1 日至今) 具有医院物业服务业绩; (2) 拟派驻医院的负责人 (或项目经理) 具有医院物业服务业绩。
杭州医学院滨江校区、黄龙校区物业管理服务	学校	(1) 负责人员: 要求有 3 年以上高校物业、公寓管理经验; (2) 项目经理: 具有 5 年及以上校园物业管理工作经验, 且在投标人工作时间不少于 3 年)。
山东济铁轨道车辆装备有限公司客车分公司青岛地区保洁综合服务	轨道交通	作业具有一定危险性, 专业性要求高, 要求作业人员从事过铁路相关作业, 具备高铁作业安全专业知识。
南通机场集团新候机楼物业外包服务项目	机场	拟派项目经理 2017 年 12 月 1 日至今有单项建筑面积 35000 m ² 及以上的候机楼或五星级酒店物业保洁外包服务项目管理业绩。
北京市高级人民法院机关办公楼物业项目	法院	项目经理持有中级及以上职称证书, 具有 8 年以上同类项目综合管理经验。
中国人民抗日战争纪念馆 2021 年度物业管理服务项目	纪念馆	项目经理 5 年及以上机关、事业单位、大型国有企业物业服务项目管理工作经验。

资料来源: 政府采购中心, 开源证券研究所

4、板块仍是地产集团资源调配的重心

物管公司在早期从属于地产集团, 在分拆上市后, 来自地产集团的资源仍非常普遍。梳理主流物管公司董事会及管理层的背景, 我们发现主流物管公司的董事长大

部分拥有地产集团的工作经历，基本上均在集团内工作十数年甚至更久。总经理相对而言物管背景更为普遍，不少都是跟随公司发展十数年的“老物业人”。将集团内的资深高层委派至物管公司，彰显了集团对物管业务的重视。

表8: 主流物管公司董事会及管理层专业背景

	董事长	加入集团时间	总人数	董事会（不包括独立董事）			管理层相关背景人数占比
				地产背景	物业背景	其他	
恒大物业	甄立涛	2009	5	3	2	-	100%
华润万象生活	李欣	1994	6	5	1	-	100%
融创服务	汪孟德	2006	5	3	1	1	67%
世茂服务	许世坛	2000	6	5	1	-	75%
金科服务	夏绍飞	2002	6	4	1	1	75%
卓越商企服务	李晓平	1999	4	3	1	-	57%
远洋服务	崔洪杰	1996	4	4	-	-	100%
荣万家	耿建富	2001	4	4	-	-	67%
合景悠活	孔健岷	1995	4	2	2	-	100%
特发服务	陈宝杰	2009	6	4	2	-	100%
第一服务控股	张鹏	2001	6	1	5	-	88%
佳源服务	朱宏戈	2009	4	2	2	1	86%
碧桂园服务	杨惠妍	2005	6	2	4	-	56%
绿城服务	李海荣	1997	7	3	4	-	67%
保利物业	黄海	2002	4	4	-	-	89%
永升生活服务	林中	2000	4	4	-	-	80%

资料来源：Wind、开源证券研究所

股权激励方面，多个物管公司推出购股权计划及股份奖励计划，并陆续落地。此外，融创服务、金科服务等公司设立员工持股平台，不仅覆盖本公司的管理层与基层员工，也有部分地产公司的员工持股平台。考虑到地产公司与物管公司间高层的部分重叠，物管公司的股权激励也能覆盖地产公司，双方的绑定预期将更加密切。

表9: 主流物管公司股权激励

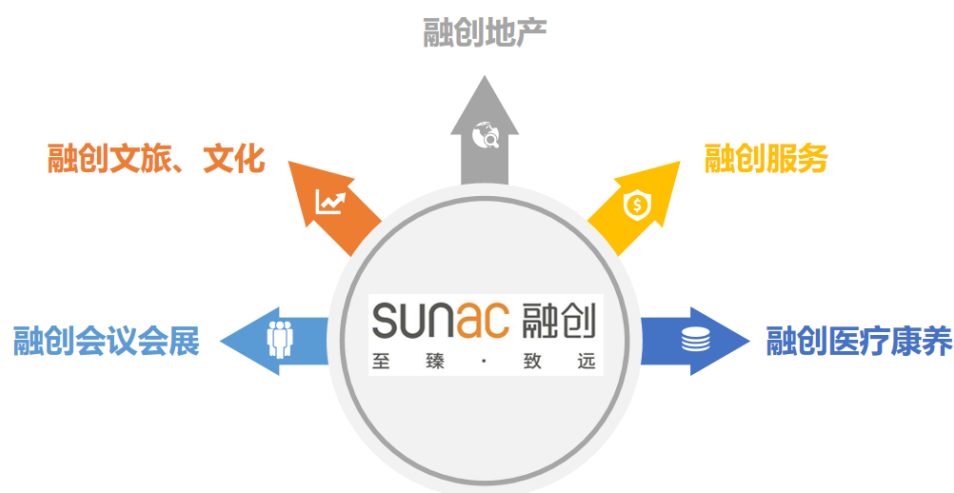
公司	股权激励措施
融创服务	员工持股平台“融享”以信托方式持有公司 4.62 亿股股份，占公司已发行股份的 14.89%。
金科服务	(1) 2017 年员工持股计划“恒业美好”，覆盖 137 名公司核心骨干，截至 2020 年末持股 7.74%； (2) 2020 年员工持股计划“金恒鸿鑫”，覆盖 428 名公司管理层及基层员工，截至上市前持有 277 万股； (3) 金科股份员工持股平台“天津卓越”，截至上市前持有 1772 万股
永升生活服务	员工持股平台“Best Legend”，截至 2020 年末持股 10.28%
绿城服务	2018 年 9 月、2020 年 1 月、2020 年 9 月分别授出购股权 1.22 亿份、0.33 亿份、0.26 亿份
碧桂园服务	2020 年 9 月，授出购股权 8278 万份，占经扩大已发行股本的 2.71%
世茂服务	2021 年 6 月，采纳股份奖励计划，授出额度不超已发行股份总数 3%
建发物业	2021 年 7 月，采纳限制性股份激励计划，拟配发及发行不超过 3530 万股，占已发行股份的 3%

公司	股权激励措施
新城悦服务	(1) 2018年10月, 采纳购股权计划, 授出不超过8000万股股份; (2) 2019年11月, 采纳股份奖励计划, 授出股份不超过已发行股份的1.25%; (3) 2020年6月、2020年11月、2021年7月分别授出296万份、135万份、770万份购股权
银城生活服务	2021年5月, 授出160万份购股权
合景悠活	2021年5月, 采纳购股权计划, 授出股份不超过已发行股份的10%
恒大物业	2021年4月, 采纳购股权计划, 授出股份不超过已发行股份的10%

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

集团多元化业务有望在未来赋能物管。除了人力、资金、地产项目等支持外, 多元化的集团业务有望在未来成为物管公司的项目来源。例如, 融创集团推行“地产+”规划, 融创文旅形成了融创冰雪该明星产品, 其他业务还覆盖文化、会议会展、医疗康养, 有望进一步丰富融创服务的非住宅业态。

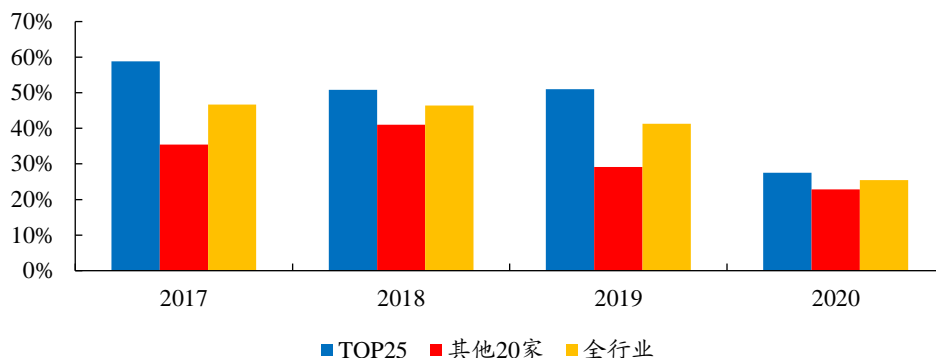
图35: 融创集团版图涵盖文旅、文化、医疗等领域



资料来源: 融创中国公司公告

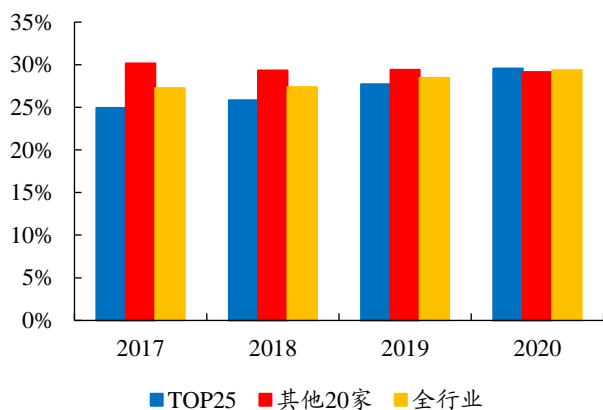
5、ROE 下滑背后，是短期资本扩容、而非盈利下滑引起

物管板块具备轻资产特点, 且盈利能力佳, 因此 ROE 水平较为可观, 但板块 2020 年 ROE 下滑明显。从板块 45 家主流物管公司 ROE 看, 2020 年 45 家物管公司 ROE 均值 25%, 较 2019 年下滑 16 个百分点; 市值 40 亿元人民币以上的物管公司盈利能力更佳, ROE 均值 28%, 较 2019 年下滑 24 个百分点。

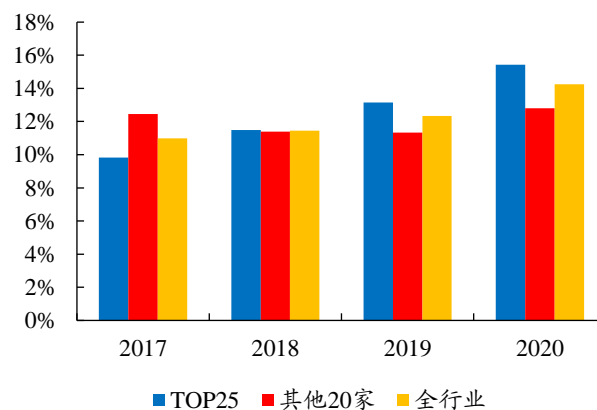
图36: 板块 45 家主流物管公司 2020 年 ROE 均值 25%


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

从杜邦分析法去剖析 ROE 变化原因, 我们发现板块盈利能力在持续好转。2017 年后板块毛利率、净利率持续提升, 物管行业从过去的成本中心转为盈利中心后, 在成本管控、架构调整等方面具备明显优势。板块 45 家主流物管公司毛利率均值从 2017 年的 27% 持续提升至 2020 年的 29%, 净利率均值从 11% 提升至 2020 年的 14%, 且 TOP25 物管公司改善情况更为明显, 4 年内持续提升 5 个百分点至 15%。

图37: 板块 45 家主流物管公司 2020 年毛利率均值 29%


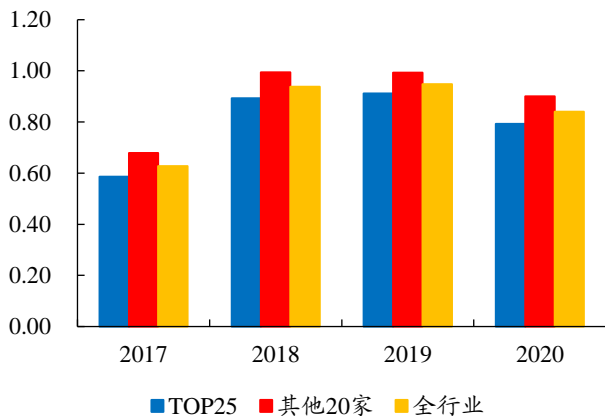
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图38: 板块 45 家主流物管公司 2020 年净利率均值 14%


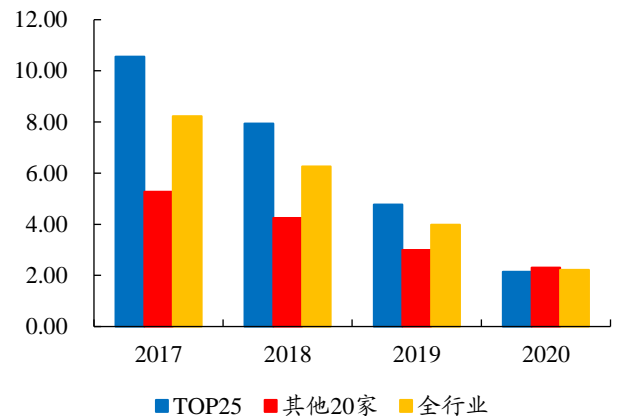
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

从资产周转率看, 板块资产周转率呈现波动式提升。板块资产周转率从 2017 年的 0.63 倍持续提升至 2020 年的 0.84 倍, 表明资产的使用效率正在逐年好转, 投资效益改善; 从此维度看, 当前物管公司阶段性扩表确实能够带来较好的正向收益。

当前 ROE 下降主要源于近年来物管公司再融资活动持续推进, 板块权益乘数从 2017 年的 8.22 倍下降至 2020 年的 2.21 倍, 其中 TOP25 企业下降较为显著。

图39: 板块 45 家主流物管公司 2020 年资产周转率均值 0.84 倍


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图40: 板块 45 家主流物管公司 2020 年权益乘数均值 2.2 倍


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

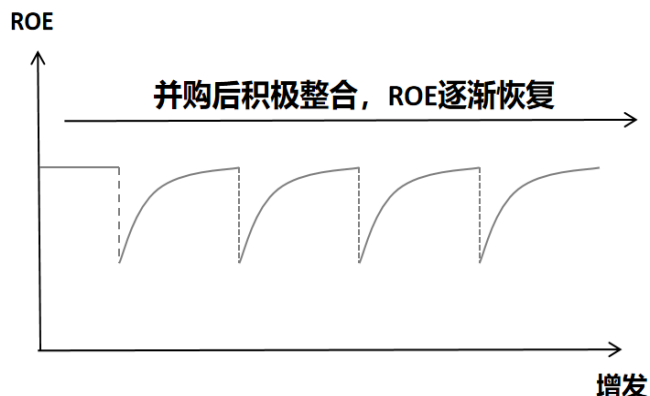
表10: 主流物管公司再融资活动持续增多

公司	公告日期	发行价格 (元)	币种	发行数量 (万股)	募集资金 (亿元)	募资目的
碧桂园服务	2019/1/11	11.61	HKD	16,876	19.59	扩张地域或服务范畴、合并收购; 科技与智能化投资、城市服务及增值服务新业务开拓投资
绿城服务	2020/4/24	8.38	HKD	15,521	13.01	贷款还款、营运资金
绿城服务	2020/6/3	10.18	HKD	26,660	27.14	未来潜在的并购、战略投资、营运资金
永升生活服务	2020/6/4	11.78	HKD	13,400	15.79	业务发展或投资、营运资金
佳兆业美好	2020/6/9	32.55	HKD	1,400	4.56	潜在业务发展或投资、营运资金
中奥到家	2020/6/14	0.98	HKD	3,693	0.36	运营资金
和泓服务	2020/6/15	1.28	HKD	8,000	1.02	并购、营运资金
鑫苑服务	2020/7/3	2.60	HKD	5,000	1.30	集团的业务发展、策略投资、营运资金
时代邻里	2020/7/7	10.22	HKD	7,700	7.87	潜在战略投资及收购机会、运营资金
碧桂园服务	2020/12/11	45.00	HKD	17,300	77.85	潜在收并购、战略投资、营运资金
和泓服务	2021/1/14	2.00	HKD	8,000	1.60	收并购
鑫苑服务	2021/1/25	2.06	HKD	1,800	0.37	与物业管理服务有关的业务或目标的策略投资、营运资金
新城悦服务	2021/3/16	20.80	HKD	5,000	10.40	业务发展或投资、运营资金
碧桂园服务	2021/5/25	75.25	HKD	13,938	104.88	潜在收并购项目投资, 商业管理服务、资产管理服务、生活服务类等新业务的拓展, 营运资金
雅生活服务	2021/5/28	37.60	HKD	8,667	32.59	运营资金
合计					318.33	

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

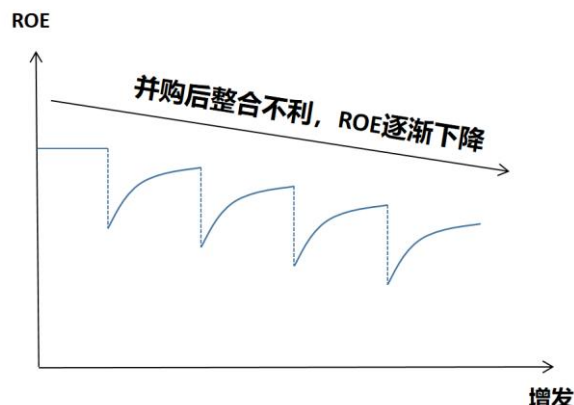
我们认为, 当前物管公司 ROE 下滑明显, 主要源于再融资带来的杠杆水平的回落, 而非盈利能力的回落, 且资产的周转效率不低。未来再融资资金发挥效果, 收并购贡献收益的效率提升, 盈利能力将会得到阶段性修复, 推动 ROE 恢复至正常水平, 至此, 新一轮扩表成功完成。

图41: 并购后积极整合, ROE 将逐渐恢复



资料来源: 开源证券研究所

图42: 并购后整合不利, ROE 将逐渐下降



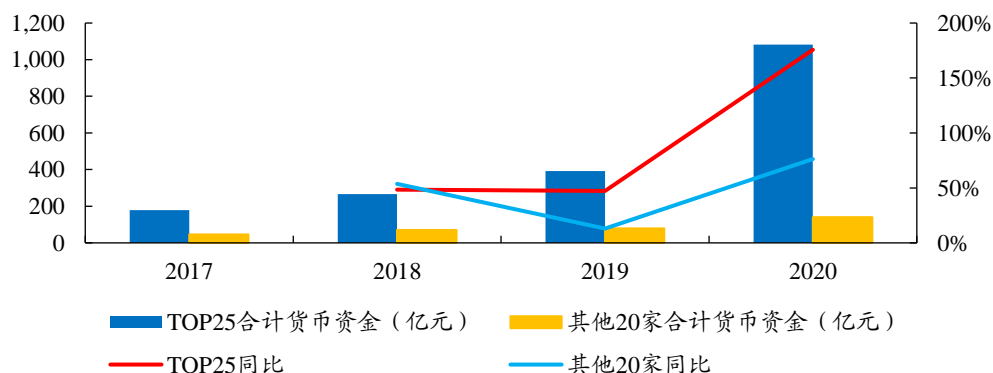
资料来源: 开源证券研究所

6、估值探究：大小之辩，不可忽视的规模壁垒

6.1、大小标的各具秋千，大公司规模壁垒更强

物管公司处于规模不同阶段具备不同的发展特点。大物管公司首先具备一定规模优势，集中体现在资金调配、业务探索方面。从资金调配方面，大物管公司融资手段更为顺畅，在资金使用上更为灵活；业务探索方面，由于具备一定资金加持，其试错成本更为可控；同时大物管公司在品牌效应方面更具传播度，外拓推进速度快，最终推动公司成长性不弱于小公司表现。

图43: 大物管公司具备更雄厚的资金优势（按市值排名）



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

规模较小的物管公司可以追求小而美特性，其在增值服务领域更多扮演行业跟随者的角色，试错成本较低；由于物管公司具有各自独立管理的项目，因此在自身项目基础上复制优秀公司的成功经验具备可行性，这也是目前物管公司增值服务种类众多、但主流服务趋同的重要原因。此外小物管公司具备自身的优势布局点，城市及项目密度较高，也更了解当地民风习俗，有利于持续降本增效。

以建业新生活为例，2020 年公司业务主要覆盖河南省 18 个地级市及海南海口市、新疆巴州库尔勒、河北衡水市等城市，服务 427 个物业，覆盖 150 万名业主；在管面积 1 亿平米，单城市在管面积高达 476 万平米，通过项目密度持续提升，更顺畅地开展增值服务业务。公司提出大中原战略，在以郑州为中心、半径 500 公里的大中原区域，充分发挥多业态协同优势。

图44: 建业新生活提出大中原战略

■ 大中原战略：在以郑州为中心、半径500公里的大中原区域，充分发挥多业态协同优势，为城市提供系列化产品服务，谋求与城市和区域发展同频共振，实现企业更大规模和更高质量的发展



资料来源：建业新生活 2020 年业绩会材料

大小公司均具备各自优势，但我们认为，小公司优势对于大公司无太大门槛，反之不然。小公司可以在局部做大做精，但大公司同样可以选择自己重点布局的城市进行深耕，在大小之辩中，我们不排除部分小公司已经做出自身特色，但整体而言，大公司具备更强规模壁垒。

在 25 个主流物管公司中，从业绩增速看，大市值规模的物管公司未来 3 年业绩复合增速均值在 49%；小市值规模物管公司增速均值在 46%，若剔除掉新大正、特发服务这两家机构物业，则增速均值亦维持在 49%，大小公司之间成长性差异并未显现。同时，我们发现市值在 100 亿人民币以上的 15 个标的，未来 3 年 PE 估值均值在 32、22、15 倍，而市值在 100 亿以下的 10 个标的，其 PE 估值均值在 17、12、9 倍，市场明显更为青睐确定性更强的大公司投资机会。

表11: 未来 3 年大市植物管公司 PE 估值均值高于小公司估值均值

代码	公司	市值 (亿元)	评级	归母净利润 (亿元)				PE		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
6098.HK	碧桂园服务	2002	买入	26.9	42.2	65.6	100.4	47	31	20
1209.HK	华润万象生活	917	未评级	8.2	14.3	19.9	26.6	64	46	34
6666.HK	恒大物业	608	未评级	26.5	45.1	65.9	95.0	13	9	6

代码	公司	市值 (亿元)	评级	归母净利润 (亿元)				PE		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
1516.HK	融创服务	623	未评级	6.0	12.7	20.1	28.4	49	31	22
0873.HK	世茂服务	480	买入	6.9	12.5	22.4	34.2	38	21	14
3319.HK	雅生活服务	409	未评级	17.5	23.4	30.9	40.5	18	13	10
9666.HK	金科服务	317	买入	6.2	9.9	15.9	25.4	32	20	12
2869.HK	绿城服务	234	未评级	7.1	9.8	13.5	18.6	24	17	13
1995.HK	永升生活服务	253	买入	3.9	6.1	9.1	13.3	42	28	19
6049.HK	保利物业	224	买入	6.7	8.6	10.8	13.5	26	21	17
2669.HK	中海物业	229	未评级	5.9	7.7	10.1	13.3	30	23	17
001914.SZ	招商积余	158	买入	4.4	6.8	9.0	11.9	23	18	13
3913.HK	合景悠活	146	未评级	3.2	7.1	12.4	19.8	21	12	7
1755.HK	新城悦服务	141	买入	4.5	6.8	9.9	13.7	21	14	10
9909.HK	宝龙商业	131	买入	3.1	4.5	6.2	8.6	29	21	15
小计 (均值)								32	22	15
002968.SZ	新大正	73	买入	1.3	1.8	2.5	3.3	41	29	22
9983.HK	建业新生活	75	未评级	4.3	6.1	8.8	12.5	12	8	6
3316.HK	滨江服务	72	未评级	2.2	3.4	5.3	8.0	21	14	9
6677.HK	远洋服务	57	未评级	2.6	4.3	6.3	8.2	13	9	7
9928.HK	时代邻里	48	未评级	2.3	4.1	6.2	8.5	12	8	6
6958.HK	正荣服务	43	未评级	1.7	2.8	4.0	5.5	15	11	8
2168.HK	佳兆业美好	34	未评级	2.2	3.2	5.0	7.7	10	7	4
3662.HK	奥园健康	30	未评级	2.5	3.7	5.5	7.8	8	6	4
300917.SZ	特发服务	33	未评级	1.0	1.4	1.7	2.1	24	19	16
小计 (均值)								17	12	9
合计 (均值)								26	18	13

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所 (备注: 未评级公司预测使用 Wind 一致预期, 日期截至 2021 年 7 月 20 日, 汇率为: 1 港币 = 0.83 人民币)

6.2、估值持续分化

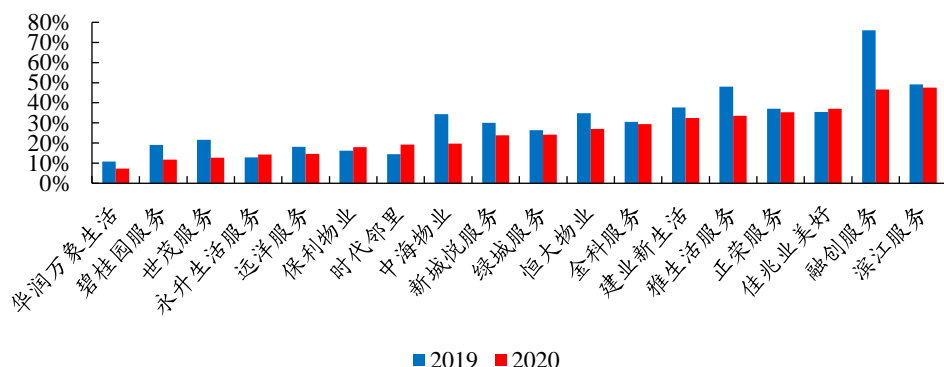
从业务结构看, 一般物管公司主要业务分三大部分, 分别为基础物管服务、业主增值服务、非业主增值服务。我们认为, 基础物管服务为物管公司未来发展奠基, 项目续约具备黏性使得跑马圈地存在较大的必要性, 该业务为未来增值服务的发展提供场所环境, 具备较大价值。社区增值服务是物管公司远期场景中的核心业务, 也是板块能否维持高估值的重点所在, 它的发展更依赖于物管公司自身的管理运营能力, 优秀的公司具备更强的平台属性, 在自营、平台体系间切换游刃有余。

而非业主增值服务更多依赖于关联地产公司的项目输送, 且项目在进行案场协销等服务后不具可持续性, 做的是新房增量市场的“一锤子买卖”, 在物管公司规模成长初期, 非业主增值服务利益的输送可以增厚整体公司业绩。我们认为不同业务的重要性不同, 因此分部进行估值或更具参考价值。

剔除未披露毛利结构的公司, 我们发现 18 家物管公司 2019、2020 年非业主增

值服务毛利占比均值分别为 31%、25%，预计未来非业主增值服务业务对利润的贡献度仍会进一步下降。

图45: 2020 年不同公司非业主增值服务毛利占比基本回落



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

(1) 若假定未来 3 年各公司非业主增值服务毛利占比每年减少 10%，以华润万象为例，2020 年非业主增值服务毛利占比 7.4%，则 2021-2023 年分别为 6.6%、6.0%、5.4%，则未来 3 年 18 家物管公司占比均值继续下滑至 23%、20%、18%。

(2) 假定各业务毛利占比与净利润占比相同。

表12: 预计未来 3 年主流物管公司非业主增值服务毛利占比逐年下降

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
华润万象生活	11%	7%	7%	6%	5%
碧桂园服务	19%	12%	11%	10%	9%
世茂服务	22%	13%	11%	10%	9%
永升生活服务	13%	14%	13%	12%	10%
远洋服务	18%	15%	13%	12%	11%
保利物业	16%	18%	16%	15%	13%
时代邻里	14%	19%	17%	16%	14%
中海物业	34%	20%	18%	16%	14%
新城悦服务	30%	24%	22%	19%	17%
绿城服务	26%	24%	22%	20%	18%
恒大物业	35%	27%	24%	22%	20%
金科服务	31%	29%	26%	24%	21%
建业新生活	38%	33%	29%	26%	24%
雅生活服务	48%	34%	30%	27%	25%
正荣服务	37%	35%	32%	29%	26%
佳兆业美好	35%	37%	33%	30%	27%
融创服务	76%	47%	42%	38%	34%
滨江服务	49%	47%	43%	38%	35%
均值	31%	25%	23%	20%	18%

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

若简单剔除非业主增值服务对业绩的增厚部分，则关注到大小物管公司估值分化进一步分化；2021-2023年PE-修正1均值分别为35、23、16倍；对非业主增值服务的业绩给予5倍估值后，PE-修正2均值分别为33、22、15倍。

表13: 剔除业主增值服务业绩后的PE估值水平更高

代码	公司	市值 (亿元)	评级	修正后归母净利润(亿元)				PE-修正1		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
6098.HK	碧桂园服务	2002	买入	23.70	37.77	59.38	91.78	53	34	22
1209.HK	华润万象生活	917	未评级	7.58	13.39	18.69	25.22	68	49	36
6666.HK	恒大物业	608	未评级	19.32	34.14	51.50	76.24	18	12	8
1516.HK	融创服务	623	未评级	3.21	7.37	12.51	18.77	85	50	33
0873.HK	世茂服务	480	买入	6.05	11.06	20.12	31.06	43	24	15
3319.HK	雅生活服务	409	未评级	11.65	16.29	22.50	30.57	25	18	13
9666.HK	金科服务	317	买入	4.36	7.32	12.15	19.98	43	26	16
2869.HK	绿城服务	234	未评级	5.38	7.64	10.83	15.28	31	22	15
1995.HK	永升生活服务	253	买入	3.34	5.29	8.04	11.94	48	31	21
6049.HK	保利物业	224	买入	5.52	7.17	9.20	11.71	31	24	19
2669.HK	中海物业	229	未评级	4.73	6.31	8.49	11.43	36	27	20
1755.HK	新城悦服务	141	买入	3.44	5.35	7.97	11.27	26	18	12
9983.HK	建业新生活	75	未评级	2.88	4.35	6.48	9.54	17	12	8
3316.HK	滨江服务	72	未评级	1.15	1.96	3.24	5.22	37	22	14
6677.HK	远洋服务	57	未评级	2.20	3.72	5.58	7.32	15	10	8
9928.HK	时代邻里	48	未评级	1.88	3.42	5.21	7.28	14	9	7
6958.HK	正荣服务	43	未评级	1.11	1.93	2.85	4.09	22	15	11
2168.HK	佳兆业美好	34	未评级	1.40	2.16	3.49	5.61	16	10	6
合计								35	23	16

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所(备注: 未评级公司预测使用Wind一致预期, 日期截至2021年7月20日, 汇率为: 1港币=0.83人民币)

表14: 对业主增值服务业绩给予5倍PE后其他业务对应的估值水平继续分化

代码	公司	市值 (亿元)	评级	修正后归母净利润(亿元)				PE-修正2		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
6098.HK	碧桂园服务	2002	买入	23.70	37.77	59.38	91.78	52	33	21
1209.HK	华润万象生活	917	未评级	7.58	13.39	18.69	25.22	68	49	36
6666.HK	恒大物业	608	未评级	19.32	34.14	51.50	76.24	16	10	7
1516.HK	融创服务	623	未评级	3.21	7.37	12.51	18.77	81	47	31
0873.HK	世茂服务	480	买入	6.05	11.06	20.12	31.06	43	23	15
3319.HK	雅生活服务	409	未评级	11.65	16.29	22.50	30.57	23	16	12
9666.HK	金科服务	317	买入	4.36	7.32	12.15	19.98	42	25	14
2869.HK	绿城服务	234	未评级	5.38	7.64	10.83	15.28	29	20	14

代码	公司	市值 (亿元)	评级	修正后归母净利润 (亿元)				PE-修正 2		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
1995.HK	永升生活服务	253	买入	3.34	5.29	8.04	11.94	47	31	21
6049.HK	保利物业	224	买入	5.52	7.17	9.20	11.71	30	24	18
2669.HK	中海物业	229	未评级	4.73	6.31	8.49	11.43	35	26	19
1755.HK	新城悦服务	141	买入	3.44	5.35	7.97	11.27	25	16	11
9983.HK	建业新生活	75	未评级	2.88	4.35	6.48	9.54	15	10	6
3316.HK	滨江服务	72	未评级	1.15	1.96	3.24	5.22	33	19	11
6677.HK	远洋服务	57	未评级	2.20	3.72	5.58	7.32	15	10	7
9928.HK	时代邻里	48	未评级	1.88	3.42	5.21	7.28	13	8	6
6958.HK	正荣服务	43	未评级	1.11	1.93	2.85	4.09	20	13	9
2168.HK	佳兆业美好	34	未评级	1.40	2.16	3.49	5.61	13	8	4
合计								33	22	15

数据来源：各公司公告、开源证券研究所（备注：未评级公司预测使用 Wind 一致预期，日期截至 2021 年 7 月 20 日，汇率为：1 港币 = 0.83 人民币）

7、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，成长性标的世茂服务、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。

8、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的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	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	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

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

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

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