

存量时代的受益者，高成长逻辑未变

——房地产行业深度报告

同步大市 (维持)

2021年11月23日

行业核心观点:

房地产行业迈向存量时代，物业管理行业的发展对我国居民家庭核心资产保值增值具有重要意义，其在市场中的地位日益凸显。物业管理行业规模已突破万亿大关，而在增值服务、基础物业服务等领域仍有较大的拓展空间，行业在成长持续性以及盈利能力持续性上均有一定保障，当前主要受房地产行业信用风险影响出现明显调整，当前房地产行业政策已在纠偏，板块估值仍处于相对低位，推荐配置物业管理板块。

投资要点:

房地产存量时代下，物业管理公司市场地位凸显: 我国当前房产仍然是居民的主要财富形式，房产在我国居民家庭财产中占比达到 59.1%，物业管理行业对于房产的保值增值具有非常积极的作用，未来的需求可期。

物业管理行业规模持续提升，已突破万亿，存量时代下，仍有较大发展空间: 2020 年，物业管理行业管理规模达到 330.4 亿平方米，近五年年复合增长率为 11.3%。物业管理行业经营总收入达 11800.3 亿元，年复合增长率为 16.4%，突破万亿规模。房地产销售与竣工剪刀差维持高位，叠加预售资金监管加强，后续竣工或超预期，推动物管行业规模进一步扩大。

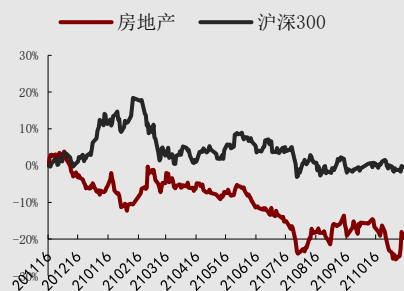
行业持续整合加速市场集中度提升: 2020 年百强企业共发生并购案超百宗，截至 2021 年 11 月 1 日，今年物业管理行业内发生并购交易 63 宗，涉及并购方 33 家物业企业；交易金额约 315 亿元，相比 2020 全年交易总额大幅增长约 198%。2020 年物业管理企业 TOP100 在管面积市场份额仅 30.8%，相比百强房企 47.9%（以销售面积计）的市场份额仍有较大提升空间。

对关联房企的依赖度逐渐减弱，趋于市场化发展: 2020 年百强企业承接所属或合作开发商项目和外拓第三方项目数分别达 2.70 万个和 3.07 万个，面积分别为 52.5 亿平方米和 49.1 亿平方米，占比分别为 51.7%和 48.3%。

短期存量物业提价难，市场化定价是长期发展趋势: 从 2014 年以来已陆续多地发布放开价格管制的要求，从长期视角下物业管理市场化定价趋势未变。短期尽管存量盘提价较难，但是仍是一部分实现了提价，此外新盘以及外拓部分较易实现提价，对物业管理公司基础物业费形成支撑。

社区增值服务的发展与非住宅业务占比的提升有效提升企业盈利能力: 增值服务创新可弥补基础物业管理收入增长限制，非住宅类物管一般面对单一机构客户，单价高同时提价更容易。由于社

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

基本面持续下行，销售投资持续走弱

A 股房地产行业 2021 年三季报综述: 行业下行趋势延续，关注存量市场机会

坚持构建房地产健康发展长效机制，房地产税试点渐行渐近

分析师:

徐飞

执业证书编号:

S0270520010001

电话:

021-60883488

邮箱:

xufei@wlzq.com.cn

区增值服务盈利能力优于基础物业（2020年百强物业服务毛利率为19%，社区服务毛利率为26.8%），考虑社区增值服务后，可以发现主要物管公司的单位在管面积创收提升趋势明显，社区增值服务触点多，未来仍有较大拓展空间。

科技应用成为人力成本刚性提升的有效对冲措施：从成本构成上看，人力成本占物业管理公司总成本50%以上。加强成本管控，提高企业运行效率成为企业提升盈利能力的重要方面。目前物业管理公司降本的主要路径一方面是加大科技应用，优化管理流程等；另一方面就是通过外包的形式将非核心业务进行外包。

风险因素：业务外拓不及预期；物业管理费提价不及预期；增持服务拓展不及预期等。

正文目录

1 物业管理行业概况	5
1.1 行业发展历程.....	5
1.2 业务结构.....	5
1.2.1 按照业务内容划分：以基础物业服务为主，以增值服务为辅.....	5
1.2.2 按照收费模式划分：包干制为主流模式.....	6
1.2.3 主要特点：轻资产运营、续约率高、现金流稳定.....	7
1.3 物业管理行业/企业分析框架.....	8
2 物业管理行业市场空间广阔	9
2.1 业态结构：以住宅物业为基本盘，向各领域拓展.....	9
2.2 行业规模持续提升，已突破万亿.....	10
2.3 销售与竣工剪刀差仍在，增量空间有望加速提升.....	11
2.4 物业管理公司市场地位不断提升.....	11
3 物业管理行业集中度持续提升	12
3.1 行业集中度：行业集中度持续提升.....	12
3.2 企业在管面积规模：个体发展处于初级阶段.....	12
3.3 企业未来成长空间：对关联房企的依赖度逐渐减弱，趋于市场化发展.....	13
3.4 并购带来的潜在风险：商誉大幅提升.....	14
4 价格限制与破局	15
4.1 短期存量物业提价难，市场化定价是长期发展趋势.....	15
4.2 微观视角：核心物管公司定价稳中有升.....	17
5 社区增值服务的发展与非住宅业务占比的提升有效提升企业盈利能力	17
5.1 社区增值业务的拓展提升单位面积创收.....	17
5.2 非住宅业务占比持续提升有效增强企业盈利能力.....	19
6 成本：科技应用成为人力成本刚性提升的有效对冲措施	20
7 投资建议	22

图表 1：物业管理行业发展历程.....	5
图表 2：物业管理公司主要业务内容.....	6
图表 3：主要物业管理公司酬金制物管收费占营收的比重非常低.....	6
图表 4：2015-2020 年百强企业物业费收缴率分布.....	7
图表 5：2020 年百强企业各业态物业费收缴率.....	7
图表 6：物业费收缴率高（%）.....	7
图表 7：物业公司续约率高（%）.....	7
图表 8：经营活动现金流量净额/净利润（倍）.....	8
图表 9：物业管理行业/企业分析框架.....	8
图表 10：房地产竣工面积构成（万平方米）.....	9
图表 11：2020 年百强企业布局不同业态的企业数量占比分布.....	9
图表 12：百强企业住宅与非住宅占比.....	10
图表 13：物业管理行业管理规模和增速.....	10
图表 14：物业管理行业经营收入与增速.....	10
图表 15：商品房销售面积与竣工面积剪刀差维持高位（单位：万平方米）.....	11
图表 16：2019 年百强企业在管项目二手房售价、租金与周边项目均价比较（单位：元/平方米）.....	11

图表 17: 我国居民家庭财产构成	11
图表 18: 2015-2020 年物业服务企业综合实力百强管理面积均值及市场份额	12
图表 19: 房地产百强企业集中度与物管百强企业对比 (%)	12
图表 20: 主要物业管理公司在管面积情况 (百万平方米)	12
图表 21: 主要物业管理公司在管面积市场份额	13
图表 22: 2020 年百强企业管理面积来源占比分布	13
图表 23: 主要已上市物业管理公司商誉变化情况 (亿元)	14
图表 24: 价格管制破冰, 物业管理收费定价未来有望逐渐市场化	15
图表 25: 部分物业管理公司物业管理费率 (元/月/平)	17
图表 26: 主要物管公司单位面积创收情况 (以社区增值收入与基础物业收入与在管面积比值估算, 单位: 百万元)	17
图表 27: 部分上市物管公司业主增值服务收入历年增速	18
图表 28: 2020 年百强企业社区服务各业务收入占比	18
图表 29: 2020 年百强企业各业务毛利及毛利率分布 (毛利单位: 亿元)	18
图表 30: 部分已上市物业管理公司社区增值服务毛利率 (%)	18
图表 31: 部分上市物管公司基础物业服务毛利率水平 (%)	19
图表 32: 部分物业管理公司非住宅收入占比呈提升趋势	20
图表 33: 2015-2020 年百强企业住宅和非住宅物业费收入占比分布	20
图表 34: 2020 年百强企业各业态物业费水平 (单位: 元/平方米/月)	20
图表 35: 部分物业管理公司成本构成 (2020H1, %)	21
图表 36: 2018-2019 百强物业管理公司成本构成情况	21
图表 37: 科技应用对物业管理公司可有效降本增效	21
图表 38: 2015-2020 年百强企业人均管理面积和单位面积创收能力分布	21

1 物业管理行业概况

物业管理自20世纪80年代初由香港引入深圳，经历三十余年的发展，由传统的房管式逐渐发展为专业化、企业化、一体化招投标的三化一体的物业管理模式。

1.1 行业发展历程

我国物业管理行业大致经历了三个阶段的发展，包括探索期、整合规范期、多元化发展期。

第一阶段从1980年到2000年，为起步探索阶段。

在改革开放之初，各行各业都在探索之中。这一阶段，1981年诞生了第一家物业服务企业，即深圳市物业管理有限公司。1993年6月28日，深圳成立了国内第一家物业管理协会，即深圳市物业管理行业协会；1994年，深圳市颁布了我国第一部地方性物业管理法规《深圳经济特区住宅区物业管理条例》。

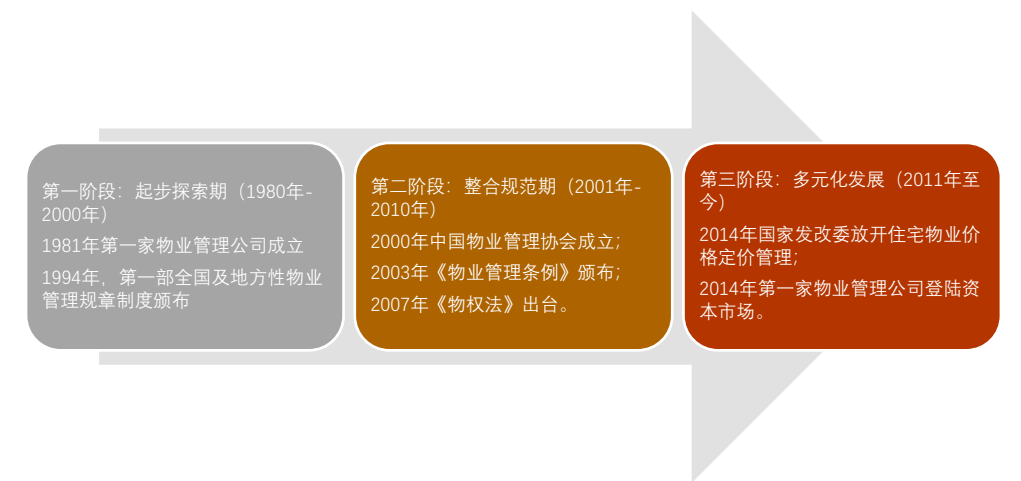
第二阶段从2001年到2010年，为整合规范阶段。

2003年，《物业管理条例》颁布实施，标志着物业管理走向法制化轨道。2007年，《物权法》颁布实施，标志着物业管理制度被国家基本法律规定明确下来。这个阶段也是行业法规制度建设最快的阶段，相继制定发布了一系列规章和规范性文件，初步形成了一个相对完整的物业管理法规制度体系。

第三阶段从2011年至今，为多元化发展阶段。

2014年，国家发改委放开住宅物业价格定价管理。同年，物业服务行业获得资本市场的认可，行业先后出现了第一家港股上市企业、第一家A股上市企业，随后大量物业服务企业上市。其次，在国家“放管服”改革的大背景下，物业管理制度体系作出调整，物业管理师资格、物业服务企业资质相继取消，意味着传统的监管框架已被打破，新的监管框架尚待建立。

图表1: 物业管理行业发展历程



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

1.2 业务结构

1.2.1 按照业务内容划分：以基础物业服务为主，以增值服务为辅

梳理主要已上市物业管理公司业务结构可以发现，物业管理公司主要业务包含基础物业服务、非业主增值服务以及社区增值服务，具体内容请见下表。

图表2: 物业管理公司主要业务内容

业务类型	服务对象	服务细分项	服务内容
基础物业服务	业主及住户		保安、开荒清洁、绿化、园艺、维修保养服务； 城市公共设施营运及维护；
非业主增值服务	开发商	案场协销服务	销售现场及样板房清洁、保安巡查及维护、停车、接待指引、客户咨询、餐饮、物流调度等服务等
		咨询服务	项目设计和开发阶段的项目规划、设计管理、建筑管理及营销管理咨询服务；项目交付后的物业销售、物业管理咨询服务等
		代理销售服务	房屋尾盘及车位代理销售等
		房屋检验服务	房屋交付前现场验收及风险评估服务等
		工程服务	自动化及其他硬件设备安装、智能楼宇改造服务等
社区增值服务	业主及住户	社区空间服务	出租公共区域广告位、组织社区活动并收取赞助费，停车费等
		社区产品及生活服务	购物协助：通过线上电商及线下商店提供各类产品的购买服务；家政清洁、家用电器维修保养等生活服务；家具软装、拎包入住服务；旅游、医疗保健、车位共享等其他服务
		资产管理服务	二手房交易、租赁中介、房地产投资咨询等
		教育养老服务	早幼教、养老保健服务等

资料来源：各家物业管理上市公司年报，万联证券研究所

1.2.2按照收费模式划分：包干制为主流模式

对于基础物业管理服务一般有两种收费模式：**酬金制与包干制**，其中包干制为主流形式。酬金制：指物业管理公司在预收的物业管理收入中按约定比例或者约定数额收取服务费，其余全部用于物业管理服务合同规定的项目，结余或不足均由业主享有或承担；包干制：指由业主向物业管理公司支付固定物业服务费用，盈余或亏损由物业管理公司享有或承担的计费方式。包干制下物管公司更大的动力去降本增效，提高运营效率。

通过统计主要的上市物管公司可以发现，主要物业管理公司酬金制物管收费占营收的比重非常低，占比相对较高的雅生活服务与佳兆业物业最新公告的数据也已不足两位数，并且呈现下降趋势。

图表3: 主要物业管理公司酬金制物管收费占营收的比重非常低

公司名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
碧桂园服务		0.0%	0.0%				
保利物业		0.7%	0.8%	0.7%			
雅生活服务	1.8%	1.8%	2.8%	3.9%	2.2%		
新城悦服务	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%			
永升生活服务	0.3%			1.1%	0.6%	0.2%	0.1%
南都物业	1.0%	0.9%	0.9%	0.6%	0.5%	0.3%	
佳兆业物业	14.6%	14.8%	12.9%	10.4%	7.9%	6.3%	

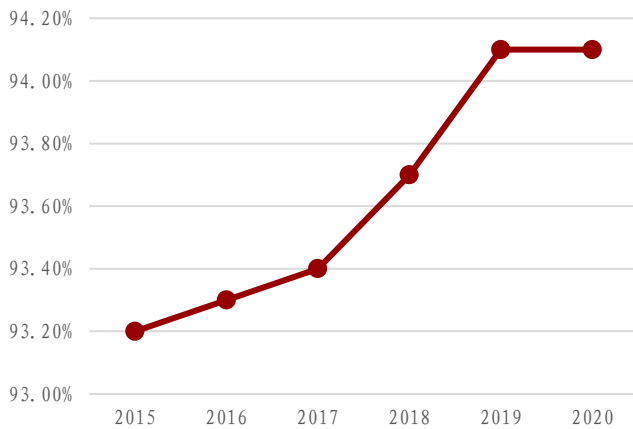
资料来源：各家公司年报，万联证券研究所

1.2.3主要特点：轻资产运营、续约率高、现金流稳定

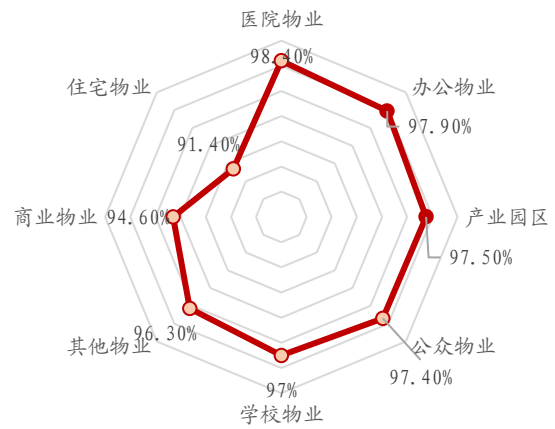
收缴率较高：根据中物研协发布的《2021物业服务企业综合实力百强企业发展报告》，2015年至2020年百强企业物业费收缴率稳步提升，其中，2020年百强企业物业费收缴率均值为94.1%，从各业态物业费收缴率情况看，医院物业最高（98.4%），住宅最低（91.4%）。从部分已上市物管公司物业费收缴率以及续约率看，均处于较高水平，相应带来较好的现金流表现，绝大部分公司的经营活动现金流量净额超过净利润规模。

续约率较高：各家物业管理公司不断提高服务质量，扩展服务范围，维护业主满意度，一般续约率较高，如绿城服务和保利物业近几年均维持在百分之九十以上。

图表4: 2015-2020年百强企业物业费收缴率分布



图表5: 2020年百强企业各业态物业费收缴率



资料来源：易居房地产研究院中国房地产测评中心，中物研协，万联证券研究所

资料来源：易居房地产研究院中国房地产测评中心，中物研协，万联证券研究所

图表6: 物业费收缴率高 (%)

公司名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
绿城服务	97.8	97.9	97.2	98.1		
碧桂园服务	95.1	94.5	95.4	95.2		
保利物业	95.8	95.8	96.0	96.0		
雅生活服务	94.1	-	95.7	94.9	94.1	
新城悦服务	91.8	92.5	92.0			
滨江服务	92.4	98.8			96.2	
金科服务		95	93.3	90.1	90.0	90.0

资料来源：各家公司年报，万联证券研究所

图表7: 物业公司续约率高 (%)

公司名称	2015	2016	2017	2018	2019
绿城服务	95.5	98.9	96.6	93.0	94.5
保利物业		99.8	99.6	98.2	
滨江服务	100.0	100.0	100.0		
时代邻里		100.0	92.3	94.4	
宝龙商业		95.2	100.0	100.0	

融创服务			99.2	98.9	99.7
世茂服务			100.0	85.7	86.7

资料来源：各家公司年报，万联证券研究所

图表8：经营活动现金流量净额/净利润（倍）

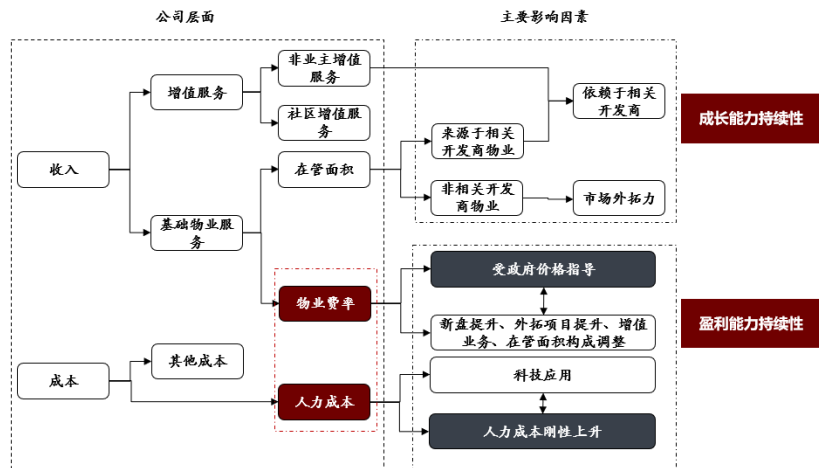
公司名称	2016	2017	2018	2019	2020
绿城服务	1.4	1.4	1.4	1.9	1.9
碧桂园服务	3.1	2.2	1.7	1.9	1.3
保利物业	5.2	1.6	1.3	1.4	0.8
雅生活服务	2.1	1.0	1.1	1.3	1.5
新城悦服务	2.2	2.7	1.3	1.9	1.7
旭辉永升服务	3.0	2.5	1.7	2.3	1.8
南都物业	1.0	2.3	1.6	1.6	0.9
中奥到家	-11.4	1.5	0.6	2.5	1.7
佳兆业物业	0.0	0.3	8.3	1.7	0.8
滨江服务	4.5	2.5	2.1	1.4	1.4
时代邻里	-0.2	0.7	17.5	-8.9	0.4
宝龙商业	4.5	4.1	2.7	3.0	2.6
华润万象生活		1.4	2.7	1.2	1.3
融创服务		1.9	1.6	2.6	1.7
世茂服务		2.5	2.2	1.4	1.4
金科服务		1.3	1.6	0.6	0.2
招商积余	17.0	-73.8	1.6	1.3	2.4
新大正	2.4	1.1	1.3	0.5	1.3
华发物业服务	3.1	-45.3	74.5	-3.5	2.4
特发服务	0.8	1.7	0.9	0.8	1.0

资料来源：各家公司年报，万联证券研究所

1.3 物业管理行业/企业分析框架

我们自下而上对影响物业管理公司发展核心因素进行梳理，物业管理公司业绩增长可以分解为成长能力持续性和盈利能力持续性，其中成长能力主要依赖于公司关联开发商以及公司本身的市场外拓能力，盈利能力持续性取决于政府指导下物业管理费率价格刚性与单位创收能力提升之间的平衡、科技应用对人力成本刚上升的对冲作用等。

图表9：物业管理行业/企业分析框架



资料来源：万联证券研究所

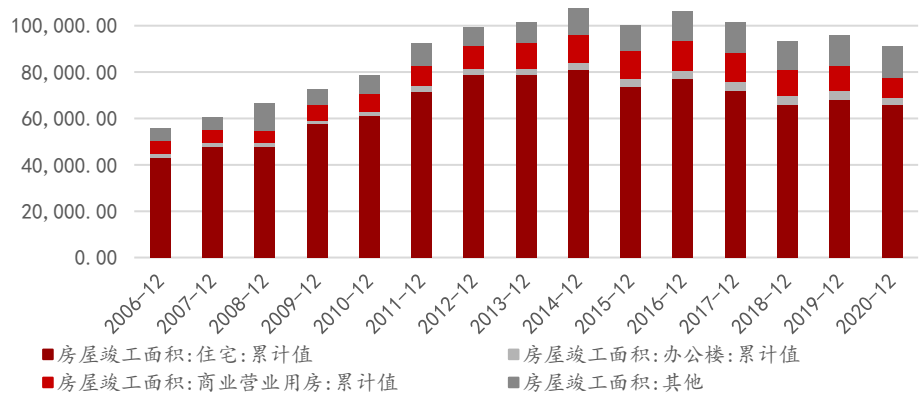
2 物业管理行业市场空间广阔

2.1 业态结构:以住宅物业为基本盘，向各领域拓展

物业管理行业主要包含住宅/商业/办公及其他等类型，构成上与竣工面积构成相近。如2020年竣工面积中住宅/办公/商业占比分别为72.3%/3.3%/9.5%。

非住宅类物业目前竞争格局相对住宅类更加分散，非住宅类一般面对单一机构类业主，重定价能力相对较强，未来潜在空间较大。

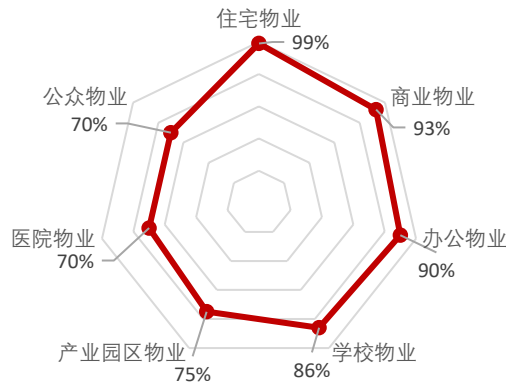
图表10: 房地产竣工面积构成 (万平方米)



资料来源：wind，万联证券研究所

住宅物业是企业布局的主要业态：根据中物研协发布的《2021物业服务企业综合实力百强企业发展报告》，2020年，有近四成的百强物企在各主流业态上均有布局，其中，住宅仍是物企重点布局的业态，百强中布局的企业数量占比99%，成熟度较高的商业物业和办公物业布局企业的占比也均超过90%。

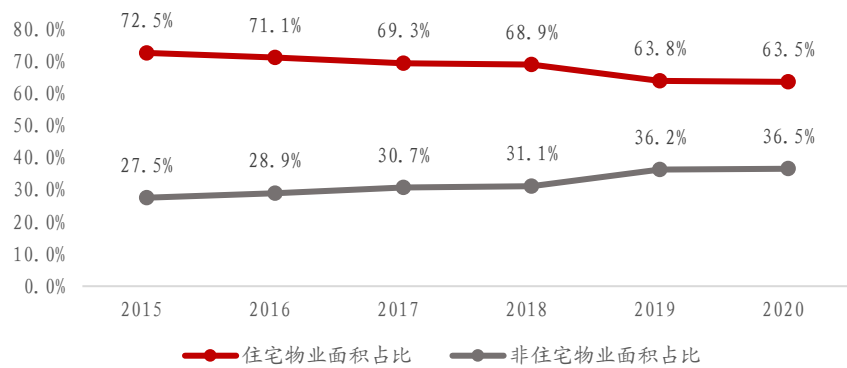
图表11: 2020年百强企业布局不同业态的企业数量占比分布



资料来源：易居房地产研究院中国房地产测评中心，中物研协，万联证券研究所

非住宅在管面积占比持续提升：根据中物研协发布的《2021物业服务企业综合实力百强企业发展报告》，2020年，百强企业住宅物业在管面积为64.5亿平方米，较上年增加11.9%，非住宅物业在管面积为37.1亿平方米，较上年增加13.5%，高于住宅物业的增速。从管理面积的占比来看，2015年至2020年非住宅物业管理规模占比持续提升，至2020年达到36.5%。

图表12：百强企业住宅与非住宅占比

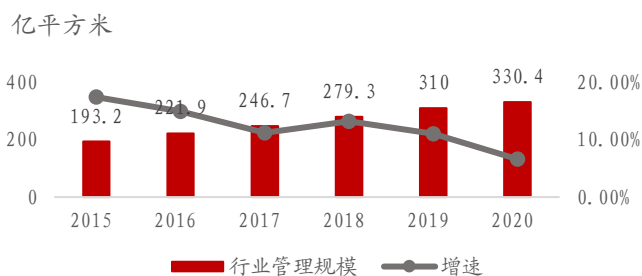


资料来源：易居房地产研究院中国房地产测评中心，中物研协，万联证券研究所

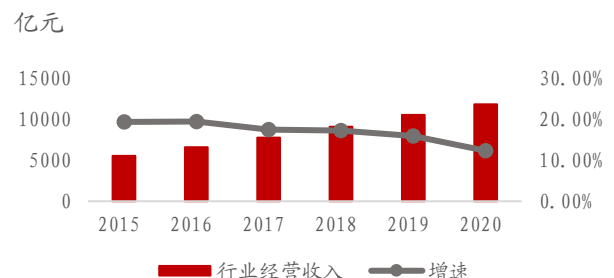
2.2 行业规模持续提升，已突破万亿

2015年至2020年我国物业管理行业处于快速发展阶段。根据中物研协发布的《2021物业服务企业综合实力百强企业发展报告》，2020年，物业管理行业管理规模达到330.4亿平方米，近五年年复合增长率为11.3%。物业管理行业经营总收入达11800.3亿元，年复合增长率为16.4%，突破万亿规模。

图表13：物业管理行业管理规模和增速



图表14：物业管理行业经营收入与增速



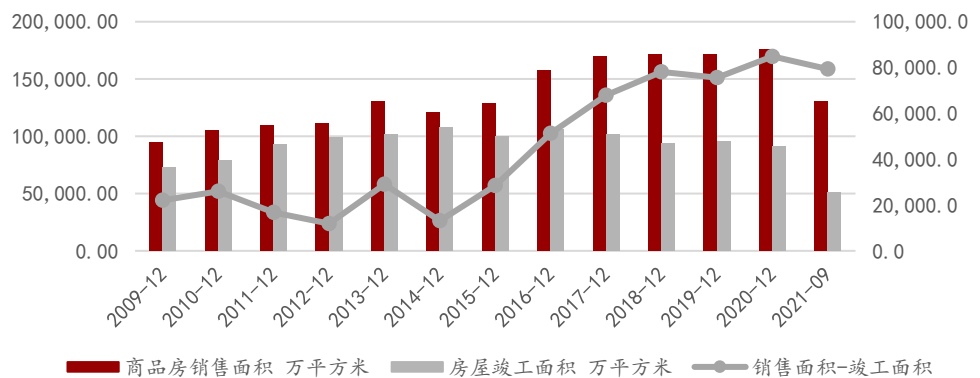
资料来源：《中国物业管理行业年鉴》，中物研协，万联证券研究所

资料来源：《中国物业管理行业年鉴》，中物研协，万联证券研究所

2.3 销售与竣工剪刀差仍在，增量空间有望加速提升

随着地产竣工加快，物业管理增量规模有望大幅提升。近几年房地产销售面积总量保持相对稳定，16年-20年销售面积为15.7/16.9/17.2/17.2/17.6亿平。2017年10月起房地产新开工面积和竣工面积增速出现分化，从销售到交房一般1-2年，随着交房期限临近，未来房地产竣工增速有望加速回升。16-20年竣工面积分别为10.6/10.1/9.4/9.6/9.1亿平，17-19年商品房销售面积与竣工面积差额平均每年在7亿平左右，为未来几年内物管行业管理面积增长奠定稳定基础。叠加预售资金监管加强，现由于要封顶或者交房才能拿到回款，后续竣工或超预期。

图表15: 商品房销售面积与竣工面积剪刀差维持高位 (单位: 万平方米)

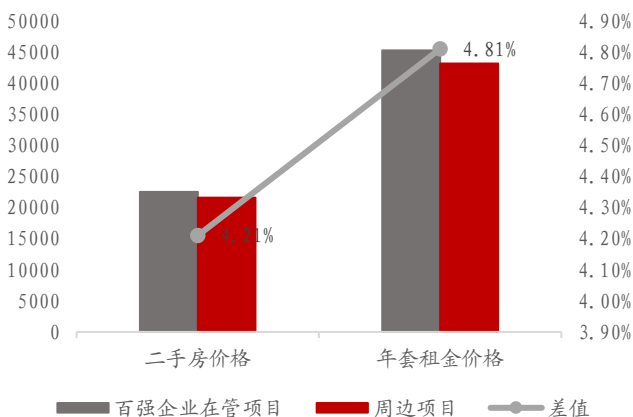


资料来源: wind, 万联证券研究所

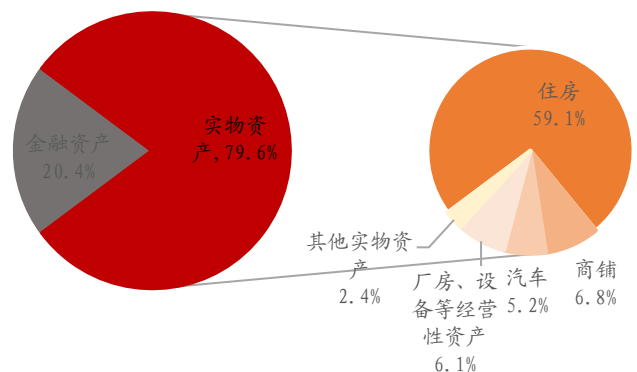
2.4 物业管理公司市场地位不断提升

房产是我国居民家庭的主要财产，根据央行的统计调查数据显示，我国当前房产仍然是居民的主要财富形式，房产在我国居民家庭财产中占比达到59.1%，房产的保值增值对居民具有重要意义。长期来看，房地产行业逐渐进入存量市场，物业管理行业对于房产的保值增值具有非常积极的作用，未来的需求可期。根据中指研究院的统计数据看，2019年，百强企业在管项目二手房价格为2.25万元，高于周边项目二手房价格4.21%；在管项目年套租金价格4.52万元，比周边项目租金高4.81%，可见百强企业通过提供优质服务使得业主资产实现保值增值。

图表16: 2019年百强企业在管项目二手房售价、租金与周边项目均价比较 (单位: 元/平方米)



图表17: 我国居民家庭财产构成



资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

资料来源: 《中国金融》中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组, 万联证券研究所

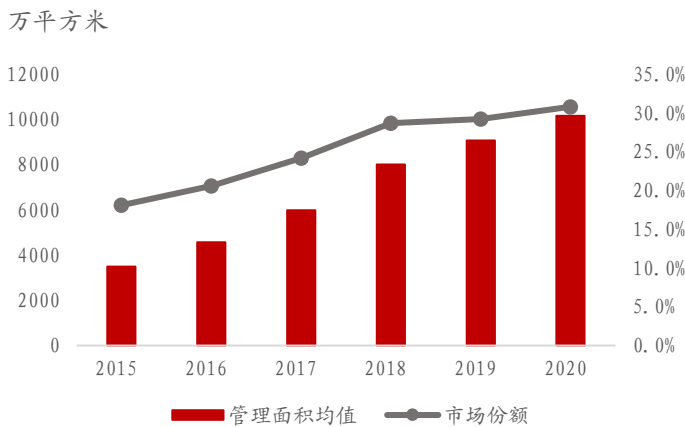
3 物业管理行业集中度持续提升

3.1 行业集中度：行业集中度持续提升

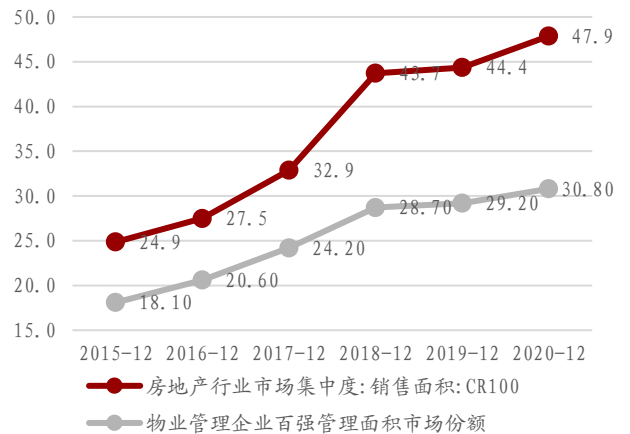
2020年物业管理企业TOP100在管面积市场份额仅30.8%，相比百强房企47.9%（以销售面积计）的市场份额仍有较大提升空间，房地产行业集中度提升趋势未变，物业管理行业集中度提升趋势延续。

百强不同层级企业规模分化明显，强者恒强态势延续。根据中物研协发布的《2021物业服务企业综合实力百强企业发展报告》，百强企业2020年管理面积增速（12.5%）高于同期500强企业（9.2%）。同时，2020年，百强企业管理面积占500强企业管理面积的69.6%，处于持续提升的状态，强者恒强态势明显。

图表18: 2015-2020年物业服务企业综合实力百强管理面积均值及市场份额



图表19: 房地产百强企业集中度与物管百强企业对比 (%)



资料来源: 易居房地产研究院中国房地产测评中心, 中物研协, 万联证券研究所

资料来源: 易居房地产研究院中国房地产测评中心, 中物研协, wind, 万联证券研究所

3.2 企业在管面积规模：个体发展处于初级阶段

目前行业主要企业仍是依赖于关联开发商，2020年末，行业龙头万科物业在管面积5.66亿平方米，市占率1.7%（以中物研协公布的330.4亿平方行业规模计算），居于行业首位，其他物业管理公司市占率更低，行业集中度低，整体发展尚处于初级阶段，具有较大的发展空间。

图表20: 主要物业管理公司在管面积情况 (百万平方米)

公司名称	2018	2019	2020	2021H1
万科物业		450	566	
恒大物业	122	145	300	450
中海物业	140.9	151.4	187	233
绿城服务	170.4	212.4	250.5	272.7
碧桂园服务	181.5	276.1	377.3	644.0
保利物业	190.5	287.0	380.1	428.2
招商积余	119.5	152.7	190.9	199.6
雅生活服务	1	234.0	374.8	424.2
新城悦服务	42.9	60.2	101.4	122.4
永升生活服务	40.2	65.2	101.6	130.0
中奥到家	56.9	65.4	65.6	65.1

融创服务	28.6	53.0	135.1	173.4
佳兆业美好	26.9	46.2	57.5	86.3
滨江服务	11.6	14.4	20.0	24.9
时代邻里	18.8	46.5	98.7	97.9
华金国际资本		12.7	16.7	16.8
世茂服务	45.0	68.2	146.1	175.0
金科服务	89.7	120.5	156.0	187.0
华润万象生活	77.7	92.1	119.9	137.3
宝龙商业	16.6	18.5	23.0	25.2

资料来源：各上市公司年报，万联证券研究所

图表21：主要物业管理公司在管面积市场份额

万科 物业	恒大 物业	中海 物业	绿城 服务	碧桂 园服 务	保利物 业	招商 积余	雅生 活服 务	新城悦 服务	永升生 活服务
1.71 %	0.00 %	0.00%	0.76 %	1.14%	1.15%	0.58 %	1.13%	0.31%	0.31%
中奥 到家	融创 服务	佳兆 业美 好	滨江 服务	时代 邻里	华金国 际资本	世茂 服务	金科 服务	华润万 象生活	宝龙商 业
0.20 %	0.41 %	0.17%	0.06 %	0.30%	0.05%	0.44 %	0.47%	0.36%	0.07%

资料来源：各上市公司年报，万联证券研究所

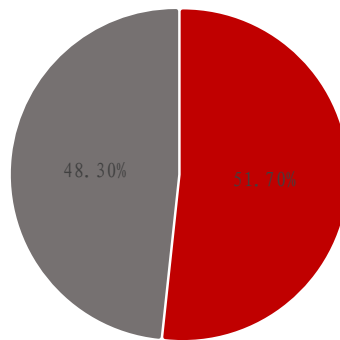
3.3 企业未来成长空间：对关联房企的依赖度逐渐减弱，趋于市场化发展

当前行业中大部分企业仍以依赖关联开发商为主，关联开发商为物业管理公司带来了确定性的增长空间，一般房企土储规模均足够销售3年左右，对应竣工预计5年左右时间消化，这也给相关的物业管理企业带来的确定性的增长空间。

近两年物业管理公司也在积极探索降低对关联开发企业的依赖，积极通过收并购、投标等方式拓展市场，并借助资本市场的力量进行融资以进行收并购扩大市场份额；

根据中物研协发布的《2021物业服务企业综合实力百强企业发展报告》，2020年百强企业承接所属或合作开发商项目和外拓第三方项目数分别达2.70万个和3.07万个，面积分别为52.5亿平方米和49.1亿平方米，占比分别为51.7%和48.3%。500强企业承接所属或合作开发商项目有64.7%的面积集中在百强企业中，500强企业外拓第三方项目有75.6%的面积由百强企业贡献，百强企业的外拓能力更强。

图表22：2020年百强企业管理面积来源占比分布



■承接所属或合作开发商项目 ■外拓第三方项目

资料来源：易居房地产研究院中国房地产测评中心，中物研协，万联证券研究所

3.4 并购带来的潜在风险：商誉大幅提升

近两年物业管理行业并购事件频频，据中指研究院统计数据显示，2020年百强企业共发生并购案超百宗，截至2021年11月1日，今年物业管理行业内发生并购交易63宗，涉及并购方33家物业企业；交易金额约315亿元，相比2020全年交易总额大幅增长约198%；但在企业规模提升的同时，商誉大幅提升，头部物业管理公司管理模式输出如果不能达到理想的收益，面临商誉减值风险，这也在一定程度上也压制了部分物业管理公司的估值水平，比如雅生活服务，营收以及在管面积规模均居于港股物管企业前列，但是估值水平难以明显提升。

图表23：主要已上市物业管理公司商誉变化情况（亿元）

公司名称	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/6/30
绿城服务	0.8	0.8	2.7	2.8	2.8
碧桂园服务	0.0	5.1	12.2	43.6	93.7
保利物业	0.0	0.5	0.5	0.6	0.6
彩生活	9.2	22.5	23.2	23.2	23.2
中海物业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
雅生活服务	9.2	10.5	13.7	21.8	25.4
新城悦服务	0.1	0.1	0.1	1.0	1.4
永升生活服务	0.2	0.2	4.3	4.7	7.1
南都物业	0.4	1.4	1.3	1.3	1.3
中奥到家	1.1	1.6	2.5	3.8	3.8
佳兆业物业	0.1	0.1	0.5	0.7	1.6
滨江服务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
时代邻里	0.5	0.5	0.7	2.8	5.6
宝龙商业	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2
华润万象生活	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融创服务	0.0	0.0	0.0	10.2	16.9
世茂服务	0.0	0.0	1.8	12.1	15.9
金科服务	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3
招商积余	0.0	0.0	25.7	25.7	25.7
新大正	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4

华发物业服务	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
特发服务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: wind, 万联证券研究所

4 价格限制与破局

4.1 短期存量物业提价难，市场化定价是长期发展趋势

受政策以及操作层面限制，短期存量物业提价较难：根据《物业服务收费管理办法》第四条规定，国务院价格主管部门会同国务院建设行政主管部门负责全国物业服务收费的监督管理工作，也就是说物业费的收费标准是由当地政府的物价部门和房屋住建部门来进行管理。

从近几年物业管理价格管制政策来看，自2014年起陆续有不同区域逐步出台放开物业管理费价格管制的措施，如广东、上海、西安等均出台相关政策，住建部等十部委联合发文，规范基层治理中的政企关系，从国家层面认可物业服务企业的服务价值和社区治理中的重要地位，同时，政策鼓励物业管理费市场化，支持老旧小区改造、社区养老等新业务。从政策方向上看，物业管理费市场化定价的大趋势是可以预期的，只是进展相对缓慢。

图表24: 价格管制破冰，物业管理收费定价未来有望逐渐市场化

执行日期	颁布机构	文件名称	内容
2018/4	广东省人民政府办公厅	《广东省定价目录(2018年版)》	别墅除外。惠州市只对保障性住房物业服务收费实行管理
2016/11	广州市发展和改革委员会 \ 住房和城乡建设委员会	关于规范我市住宅物业服务收费管理的通知	新建住宅(不含别墅)前期物业服务收费实行政府指导价管理，政府指导价最高收费标准为2.8元/平方米/月。新建住宅物业建设单位依法通过公开招标方式选聘前期物业服务企业，其前期物业服务要求明显超出《广州市住宅物业服务收费参考标准》一级服务内容， 需超出政府指导价2.8元/平方米/月确定前期物业服务收费的 ，须在发布招标公告前20个工作日向物业所在地的区政府价格主管部门提出单独核定该新建住宅前期物业服务最高收费标准的申请
2014/12	国家发展改革委	《关于放开部分服务价格意见的通知》发改价格[2014]2755号	现就 放开部分地方实行定价管理的服务价格的意见通知如下 ： (六) 非保障性住房物业服务 。保障性住房、房改房、老旧小区和前期物业管理服务收费，由省级价格主管部门会同住房城乡建设行政主管部门根据实际情况决定实行政府指导价。放开保障性住房物业服务收费实行市场调节价的，应考虑保障对象的经济承受能力，同时建立补贴机制。(七) 住宅小区停车服务 。物业服务企业或停车服务企业接受业主的委托，按照停车服务合同约定，向住宅小区业主或使用人提供停车场地、设施以及停车秩序管理服务所收取的费用。
2016/12	上海浦东新区建交委	《关于建立浦东新区物业服务费协商调整机制的指导意见》	物业服务费标准协商调整的原则也得到明确，包括物业服务成本与物业服务收费标准“同向变动”的原则、物业服务标准应优先保障住宅小区公共安全的原则、物业服务费调整由全体业主按少数服从多数共同决定的原则、物业服务收支情况公开透

			明的原则。
2018/11	佛山市发展和改革局	佛山市物业服务收费管理调整方案(征求意见稿)	保障性住房物业服务收费和普通住宅(含业主自有产权车位、车库)前期物业服务收费实行政府指导价,并实行与社会平均工资联动调整。别墅、非住宅和实行政府指导价管理外的其他物业服务收费实行市场调节价
2020/4	市发展改革委	《北京市优化营商环境条例》《北京市物业管理条例》	条例规定,物业服务收费实行市场调节价并适时调整。市住房和城乡建设主管部门应当发布住宅小区物业服务项目清单,明确物业服务内容和标准。不具备成立业主大会条件;具备成立业主大会条件,但是确有困难未成立;业主大会成立后,未能选举产生业主委员会,这三种可以组建物业管理委员会,作为临时机构承担相关职责,组织业主共同决定物业管理事项,并推动符合条件的物业管理区域成立业主大会、选举产生业主委员会。
2019/4	深圳市住房和建设局	《深圳市住宅物业服务收费指导标准(征求意见稿)》	制定的物业服务收费根据服务内容、服务要求和设施设备配置等情况分为五个等级,最高为一级,最低为五级。物业管理服务收费标准根据质价相符的原则,分别选择各服务项目的相应等级组合确定。各服务项目收费等级可根据实际情况自由组合,物业服务收费标准为各物业服务项目所选等级收费标准的总和。
2020/6	全国人民代表大会	《中华人民共和国民法典》	建设单位、物业服务企业或者其他管理人等利用业主的共有部分产生的收入,在扣除合理成本之后,属于业主共有。 下列事项由业主共同决定:(一)...(四)选聘和解聘物业服务企业或者其他管理人... 业主共同决定事项,应当由专有部分面积占比三分之二以上的业主且人数占比三分之二以上的业主参与表决。决定前款其他事项,应当经参与表决专有部分面积过半数的业主且参与表决人数过半数的业主同意
2020/12	西安市发改委	《西安市物业服务收费管理办法》	物业服务收费按照物业服务的不同性质和特点,分别实行政府指导价和市场调节价:(1)未成立业主大会的住宅小区(多层、高层)、保障性住房、房改房、老旧住宅的物业服务费和停车服务费实行政府指导价,《市办法》制定了与物业服务等级相对应的基准价和浮动幅度。(2)已成立业主大会(业委会)的,以及别墅、公寓、商住综合楼中的住宅、非住宅类型(如办公、商铺)等政府定价范围以外的物业服务费、停车服务费及其他服务费(特约、增值服务等)实行市场调节价。
2021/1	住房和城乡建设部等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》	完善物业服务价格形成机制,建立动态调整机制。开展职业技能培训和竞赛,提高从业人员整体素质和技能水平。组织开展最美物业人宣传选树活动,增强从业人员荣誉感和归属感。
2021/11	国家发展改革委	《关于推动生活性服务业补短板上水平提高人民生活品质的若干意见》	意见围绕促进生活性服务业补短板上水平,从9方面提出30条任务措施,系统提出了当前和今后一个时期我国生活性服务业发展的重点任务和实施路径。

资料来源:网络资料整理,万联证券研究所

4.2 微观视角：核心物管公司定价稳中有升

尽管存量盘提价较难，但是仍是有一部分可以实现提价，此外新盘以及外拓部分一般都有一定程度的提价；从已上市的部分核心物管公司看物业费保持稳中有升的状态。

图表25：部分物业管理公司物业管理费率（元/月/平）

公司名称	口径	2018	2019	2020	2021H1
绿城服务	整体	3.15	3.15	3.20	3.23
永升生活服务	整体	2.46	3.12		
中奥到家	整体	1.80	1.81	1.81	
滨江服务	整体		4.16	4.26	4.28
时代邻里	整体	2.68	3.48		
融创服务	整体	3.15	3.40	3.00	
金科服务	整体	2.14	2.17	2.18	2.22
保利物业	住宅	2.14	2.21	2.23	2.23
	非住宅	6.71	7.10	7.83	7.66

资料来源：各家公司年报，万联证券研究所

5 社区增值服务的发展与非住宅业务占比的提升有效提升企业盈利能力

增值服务创新与非住宅类物管拓展是提升单位面积创收能力的两个核心方面，增值服务创新可弥补基础物业管理收入增长限制，非住宅类物管一般面对单一机构客户，单价高同时提价更容易。

5.1 社区增值业务的拓展提升单位面积创收

当前物业管理公司仍主要是基于在管面积的规模提升以实现收入规模的提升，但是在积极探索基于在管面积之上的社区增值服务，这部分的增长空间大，形式多样，尽管基础物业服务收入面临物业费提升压力，但是如果考虑社区增值服务后，可以看到主要物管公司的单位在管面积创收提升趋势明显。

图表26：主要物管公司单位面积创收情况（以社区增值收入与基础物业收入与在管面积比值估算，单位：百万元）

公司名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
绿城服务	28.6	29.5	32.4	33.9	34.7	34.4	
碧桂园服务	22.3	23.6	22.7	21.3	24.2	27.4	
保利物业		26.5	25.8	18.5	17.4	17.6	
雅生活服务	21.4	20.6	16.7	13.9	14.2	20.1	
新城悦服务	16.9	16.9	19.0	19.9	22.9	21.1	
永升生活服务	23.9	21.6	22.0	21.5	23.8	25.1	
中奥到家				17.2	22.6	26.1	
佳兆业美好	12.1	12.4	13.6	17.0	14.7	16.2	
滨江服务	20.8	24.6	28.9	30.4	33.2	32.4	
时代邻里		20.0	24.5	24.7	14.6	12.1	
宝龙商业		8.6	11.5	13.3	15.4	15.6	

资料来源：各公司年报，万联证券研究所

社区增值服务触点多，拓展空间大。主要的上市物业管理公司业主增值服务收入16-20年均保持高速增长：一方面是这类业务收入基数较低，另一方面社区增值服务触点多，拓展空间大。

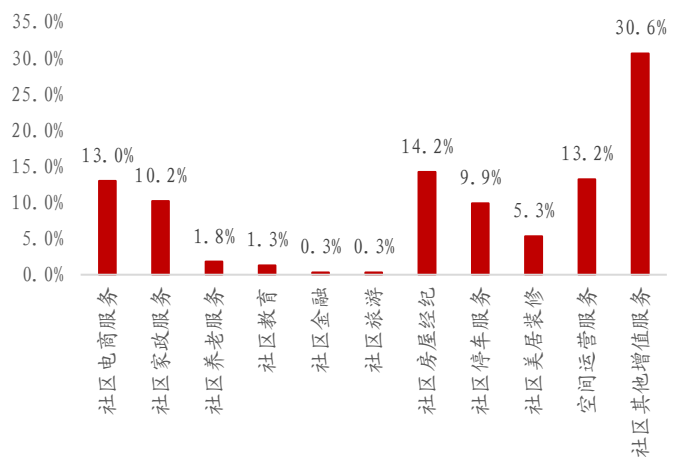
根据中物研协发布的《2021物业服务企业综合实力百强企业发展报告》，2020年，百强企业社区增值服务同比增长25.3%至317.5亿元，占多种经营收入的41.3%。具体来看，2020年百强企业社区生活服务类业务收入占比达26.8%，资产管理服务类业务收入占比29.4%，空间运营服务和社区其他增值服务收入占比分别为13.2%和30.6%。

图表27: 部分上市物管公司业主增值服务收入历年增速

公司名称	2016	2017	2018	2019	2020
绿城服务	75%	86%	46%	46%	14%
碧桂园服务	59%	24%	73%	107%	100%
保利物业	40%	23%	95%	85%	51%
雅生活服务	-5%	86%	184%	68%	117%
新城悦服务	105%	89%	17%	265%	68%
永升生活服务	113%	113%	80%	144%	63%
南都物业	68%	55%	31%		
中奥到家	762%	17%	42%	925%	38%
佳兆业美好	24%	28%	41%	49%	11%
滨江服务	46%	66%	25%	76%	41%

资料来源: 各公司年报, 万联证券研究所

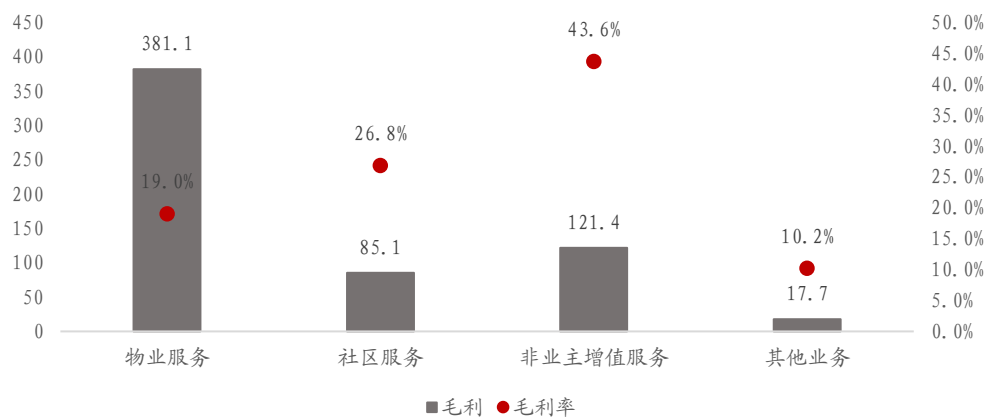
图表28: 2020年百强企业社区服务各业务收入占比



资料来源: 易居房地产研究院中国房地产测评中心, 中物研协, 万联证券研究所

社区增值服务盈利能力优于基础物业: 社区增值服务毛利率水平显著高于基础物业服务水平, 有效弥补基础物业服务盈利能力较弱的弱点; 但由于经营模式以及服务内容不同, 各家社区增值服务毛利率水平差异大。百强企业社区服务毛利率水平达到26.8%, 明显高于物业服务19%的毛利率水平。

图表29: 2020年百强企业各业务毛利及毛利率分布 (毛利单位: 亿元)



资料来源: 易居房地产研究院中国房地产测评中心, 中物研协, 万联证券研究所

图表30: 部分已上市物业管理公司社区增值服务毛利率 (%)

	2017	2018	2019	2020	2021H1
绿城服务	33.5	25.5	27.1	28.2	27.2
碧桂园服务	57.7	66.1	66.2	65.1	66.2
保利物业	46.2	48.4	40.7	30.3	30.4
雅生活服务	41.7	50.9	54.4	53.2	54.6
新城悦服务	48.7	49.3	33.6	31.3	31.1
永升生活服务	62.4	66.9	51.2	49.6	46.5
南都物业	74.3	67.1	67.4	46.2	
中奥到家	28.7	23.3	29.2	21.2	28.3
佳兆业美好	37.2	35.7	47.1	49.6	59.9
滨江服务	46.1	49.5	51.0	55.0	71.5
时代邻里	54.6	55.8	53.6	51.0	44.0
华润万象生活	32.2	34.0	33.2	31.8	34.6
融创服务	19.6	23.1	34.6	46.3	42.9
世茂服务	42.5	45.9	47.5	40.1	36.6
金科服务	60.1	51.5	46.1	35.9	35.2

资料来源：各家公司年报，万联证券研究所

图表31：部分上市物管公司基础物业服务毛利率水平（%）

	2017	2018	2019	2020	2021H1
绿城服务	11.2	11.4	11.4	12.8	14.4
碧桂园服务	29.4	31.9	30.2	34.6	33.6
保利物业	13.7	14.1	14.2	14.2	16.4
雅生活服务	26.9	27.4	25.3	21.8	22.0
新城悦服务	25.3	27.8	28.1	31.3	30.9
永升生活服务	18.0	23.7	22.1	25.4	23.5
南都物业	20.4	18.8	18.61	18.61	
中奥到家	30.1	27.4	26.0	26.6	
佳兆业美好	31.9	33.0	27.3	26.6	29.8
滨江服务	15.5	15.6	16.1	18.8	20.7
时代邻里	18.7	24.0	25.8	28.2	27.7
宝龙商业	13.4	14.3	12.9	23.1	24.7
华润万象生活	8.2	7.0	8.2	12.3	13.3
融创服务	1.6	6.4	11.8	21.6	26.1
世茂服务	25.1	27.1	29.0	27.1	26.7
金科服务	21.3	19.7	21.8	26.3	28.5
招商积余(中航物业)			8.5	10.2	10.7

资料来源：各家公司年报，万联证券研究所

5.2 非住宅业务占比持续提升有效增强企业盈利能力

从部分已上市物管公司非住宅在管面积以及非住宅类物业费收入占比看，均呈现上行趋势，同时由于非住宅类物业收费较高，非住宅类物业收入占比提升幅度明显高于在管面积的提升服务。

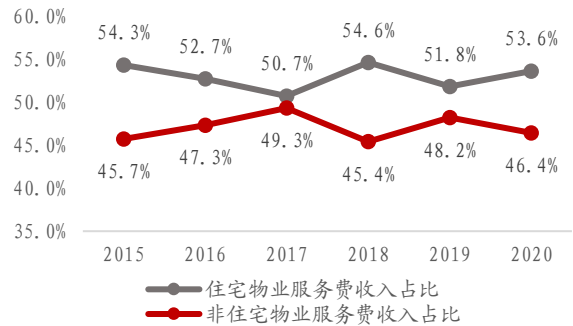
根据中物研协发布的《2021物业服务企业综合实力百强企业发展报告》，2015年至2020年非住宅物业费收入占比趋向50%。此外，非住宅物业以36.5%的管理面积占比贡献了46.4%的物业费收入，非住宅物业的单位面积创收能力较住宅物业更强。

图表32: 部分物业管理公司非住宅收入占比呈提升趋势

公司名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
绿城服务	27.70%	29.40%	29.70%	29.80%	30.50%	31.80%
保利物业	14.00%	14.80%	20.80%	25.50%	30.30%	35.70%
蓝光嘉宝服务	18.20%	15.60%	10.90%	10.50%	13.12%	
永升生活服务	28.00%	26.70%	30.40%	37.20%	41.50%	40.00%
佳兆业物业	56.20%	48.80%	45.60%	47.10%	53.00%	
滨江服务		8.90%	15.60%	18.04%	19.31%	

资料来源: 各公司年报, 万联证券研究所

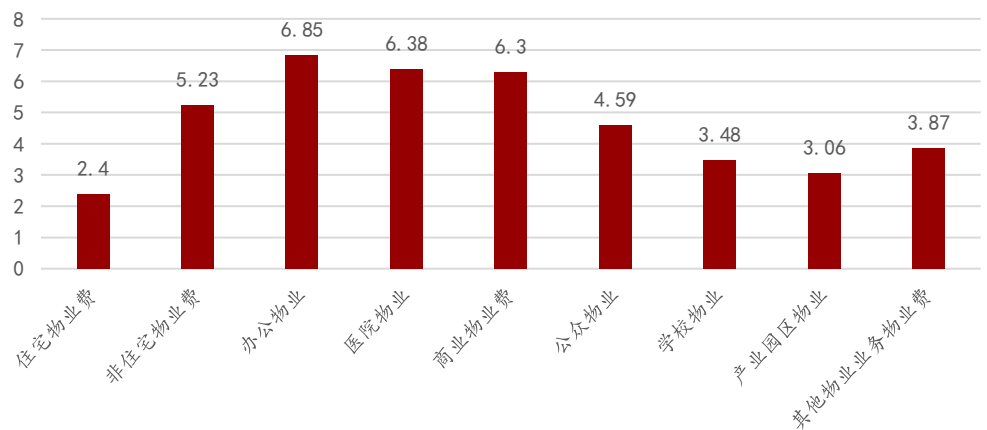
图表33: 2015-2020年百强企业住宅和非住宅物业费收入占比分布



资料来源: 易居房地产研究院中国房地产测评中心, 中物研协, 万联证券研究所

与住宅物业相比, 非住宅物业的物业费单价更高, 提价相对更容易。2020年, 百强企业管理项目平均物业费3.21元/(平方米·月), 其中, 住宅物业费为2.40元/(平方米·月), 非住宅物业费为5.23元/(平方米·月), 办公物业、医院物业和商业物业费均超过6元/(平方米·月), 分别为6.85元/(平方米·月)、6.38元/(平方米·月)和6.30元/(平方米·月)。同时, 公众物业、学校物业、产业园区物业和其他物业业务物业费分别为4.59元/(平方米·月)、3.48元/(平方米·月)、3.06元/(平方米·月)和3.87元/(平方米·月), 均高于住宅物业费水平。

图表34: 2020年百强企业各业态物业费水平(单位: 元/平方米/月)



资料来源: 易居房地产研究院中国房地产测评中心, 中物研协, 万联证券研究所

6 成本: 科技应用成为人力成本刚性提升的有效对冲措施

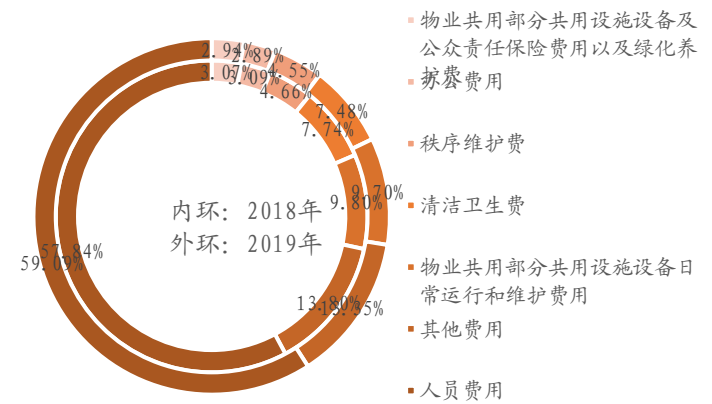
从成本构成上看, 人力成本占物业管理公司总成本50%以上, 如果考虑外包形式的人力成本, 物业管理公司的人员成本会更高。加强成本管控, 提高企业运行效率成为企业提升盈利能力的重要方面。目前物业管理公司降本的主要路径一方面是加大科技应用, 优化管理流程等; 另一方面就是通过外包的形式将非核心业务进行外包。

根据中指研究院的统计数据显示,2019年百强物业管理企业人员成本占比达到59.09%,从部分上市公司成本结构也可以看到,在考虑分包成本后的广义人工成本会明显提升。

图表35: 部分物业管理公司成本构成 (2020H1, %)

	华润万象生活	融创服务	世茂服务	金科服务	合景悠活
员工成本	40.9	61.9	44.8	46.0	58.9
分包成本	16.6	23.1	26.7	18.8	18.7
广义人工成本	57.5	85	71.5	64.8	77.6

图表36: 2018-2019百强物业管理公司成本构成情况

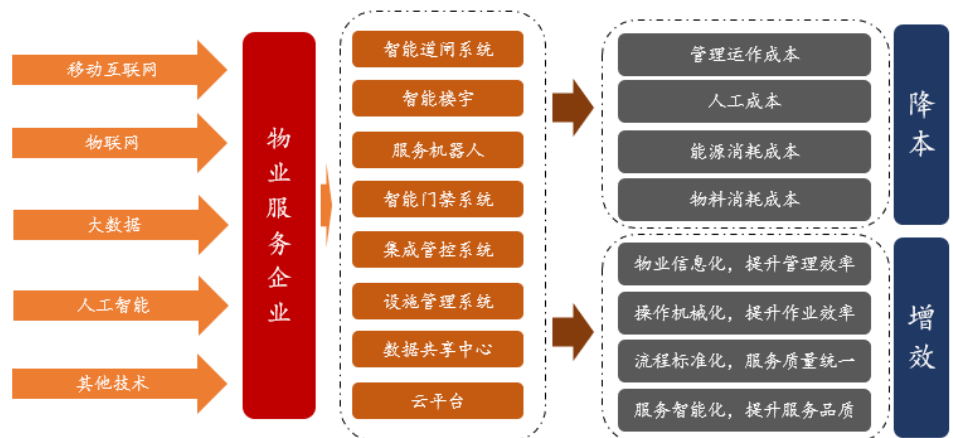


资料来源: 各公司聆讯资料, 万联证券研究所

资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

移动互联网、物联网、人工智能等技术的不断发展和应用下,物业管理公司通过引入智能道闸系统、机器人、数据中心等科技成果可以有效起到降本增效的作用。

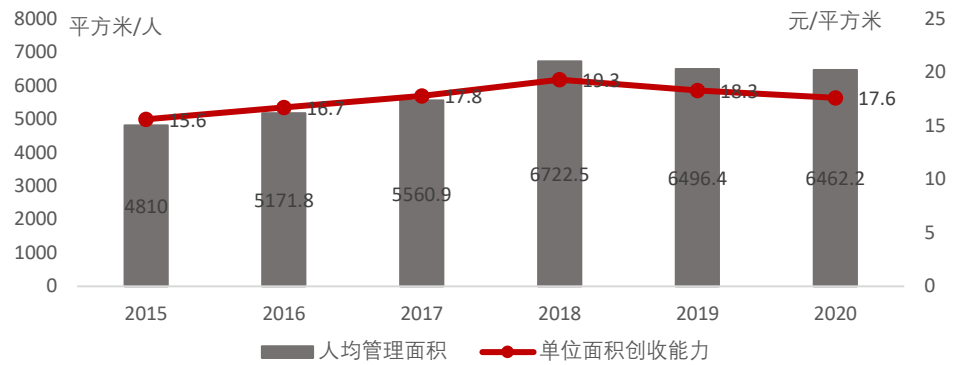
图表37: 科技应用对物业管理公司可有效降本增效



资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

随着规模化效应、科技应用等成本管控措施的实施,可以提高人均管理面积以提高物业管理公司的盈利能力,但是人均管理面积的提升会有一些的瓶颈,预计未来物业管理公司仍需在科技应用上进行深耕以降低劳动力成本。根据中物研协发布的《2021物业服务企业综合实力百强企业发展报告》,百强企业人均管理面积在2015年至2018年有所提升,但是近两年出现一定程度的下降。

图表38: 2015-2020年百强企业人均管理面积和单位面积创收能力分布



资料来源：易居房地产研究院中国房地产测评中心，中物研协，万联证券研究所

7 投资建议

房地产行业迈向存量时代,物业管理行业的发展对我国居民家庭核心资产保值增值具有重要意义,其在市场中的地位日益凸显。物业管理行业规模已突破万亿大关,而在增值服务、基础物业服务等领域仍有较大的拓展空间,行业在成长持续性以及盈利能力持续性上均有一定保障,当前主要受房地产行业信用风险影响出现明显调整,当前房地产行业政策已在纠偏,板块估值仍处于相对低位,推荐配置物业管理板块。

风险因素：业务外拓不及预期；物业管理费提价不及预期；增持服务拓展不及预期等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场