

证券研究报告 / 行业深度报告

物业管理中期投资策略

分化整合大幕已启，长坡厚雪仍可乐观

报告摘要：

2020年业绩有何特点？ 板块延续 2018-2019 年的高速增长趋势；估值分化明显，龙头物企与中小物企的市场认可度拉开差距；物企规模扩张迅速，高基数未削弱增长势头；关联方依赖度降低，外拓发力明显；社区增值服务成为重要利润来源。

高业绩指引是否能够兑现？ 1) 权责体系调整下物业公司趋向独立化，关联方支持力度、行业发展环境均在持续提升；2) 行业仍处于高速发展前期，仍有较大提升空间，我们在文中对住宅、商办等多元业态的增长空间进行了详细测算；3) 政策推动提升业委会的渗透，打开行业潜在的提价空间；4) 业态多元化可护航公司稳健增长；5) 当然我们也提示外拓竞争正在加剧的风险，根据业绩指引计算，2021 年六家重点物企预计外拓住宅合约面积 2.57 亿方，占非 TOP50 房企商品房销售面积的比例从 2020 年的 20.81% 提升至 29.56%。综上，我们认为近两年物业公司完成业绩目标的可能性较大，但在长期外拓竞争加剧的背景下，我们推荐关注当前在低物业费均价下仍能实现较强盈利的公司。

物业科技赋能前景几何？ 我们将物业科技的发展阶段分为中后台电算化、硬件数字化、智能化、初步平台化、成熟平台化五个阶段，多数百强公司正处于硬件数字化向智能化的转型阶段；科技成熟平台化进程中，影响因素重要性排序为规模>广度>深度>供应链能力，万物云、千丁、碧桂园服务为第一梯队；硬件数字化和智能化阶段可提升人均效率约 30% 和 60%，人工成本降低约 25% 和 40%。

社区增值服务成长路在何方？ 社区增值服务中，空间、车位运营等服务难度低且已普遍开展，拓展空间小；经纪、金融服务专业壁垒高，面临外部竞争，渗透困难；社区零售、家政可依托线下高频次互动充分渗透，美居、养老、文旅服务渗透难度适中而能通过提升服务水平增厚收益，高生活相关性服务拥有较大提升空间。外包模式把握线下端口并导流外部供应链，线下流量是关键，适用于规模较大的物企；自营模式借助口碑有机会获得服务溢价，适用于已建立优质口碑的物企。

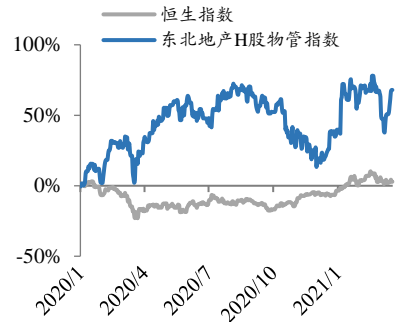
PE/PS 估值之辩？ 规模是物管公司构建长期竞争优势的关键，同时当前物管公司的利润率高低并不能完全体现公司经营能力的优劣。对于口碑优质且规模较大的头部物企，我们认为可在主流的 PE (PEG) 估值方法基础上，辅助 PS 估值进一步挖掘短期盈利能力稍弱而长期增长潜力较大的公司。

投资建议： 长期关注关联方实力、口碑、科技、规模、赛道布局等，看好碧桂园服务、金科服务、华润万象、融创服务、保利物业；中期关注外拓能力、激励机制、关联方销售，看好金科服务、永升生活服务、绿城服务、宝龙商业；短期关注估值和中报业绩超预期，看好金科服务、世茂服务、宝龙商业、新城悦服务和融创服务。
风险提示： 外拓竞争加剧超预期；社区增值服务拓展不及预期；物业费提价不顺畅

优于大势

上次评级：优于大势

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	10.33%	12.20%	39.20%
相对收益	10.43%	10.27%	22.65%

行业数据

成分股数量 (只)	44
总市值 (亿)	8787.9
流通市值 (亿)	8090.9
市盈率 (倍)	32.63
市净率 (倍)	5.59
成分股总营收 (亿)	1352.7
成分股总净利润 (亿)	187.9
成分股资产负债率 (%)	43.2%

相关报告

《统计局发布 5 月地产数据，上海首批次集中出让热度表现平稳》

--20210621

《湖南发文加强物业管理纠纷人民调解，滨江服务与关联方签订代销协议》

--20210621

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
碧桂园服务	69.66	0.92	1.42	2.22	76.04	49.15	31.36	买入
金科服务	60.86	0.95	1.63	2.75	63.85	37.34	22.13	买入
永升生活服务	17.34	0.23	0.36	0.53	74.20	47.99	33.02	买入
华润万象生活	44.58	0.36	0.57	0.84	124.44	77.80	52.85	买入
宝龙商业	23.63	0.47	0.65	0.89	49.88	36.58	26.40	买入

请务必阅读正文后的声明及说明

证券分析师：王小勇

执业证书编号：S0550519100002

18117166023

wuyx@nesc.cn



目 录

投资逻辑.....	7
1. 回望 2020 年，物业板块业绩有何特点？	10
1.1. 市值几何倍数增长，关注度多阶段攀升	11
1.2. 估值逐渐分化，利润增速关联性强	13
1.3. 业绩加速增长，盈利能力普遍改善	16
1.4. 在管规模迅速扩张，高基数不减增长势头	19
1.5. 外拓普遍发力，辩证看待收并购	22
1.6. 关联方依赖度降低，社区增值服务成为重要利润来源	24
1.7. 物业费水平维持稳定，单面积创收能力改善	25
1.8. 销管费率持续下行，营运效率持续提升	27
2. 高业绩指引是否能够兑现？	28
2.1. 权责体系调整带动角色转换，市场化程度仍较低	32
2.2. 行业仍处高速发展前期，空间宽广、格局分散	34
2.3. 年初十部委新政牵头，多地政策利好引导增长空间打开	46
2.4. 业态布局多元化，非住业态护航稳健增长	49
2.5. 外拓竞争逐渐加剧，低物业费下盈利能力愈加重要	51
3. 物业科技赋能前景几何？	55
3.1. 产品：多业态全端口覆盖，科技应用已成体系	55
3.2. 阶段：多阶段角度看物业科技，规模覆盖为平台化关键	59
3.3. 意义：降本-增效-创收，三阶段持续优化	62
3.4. 场景测算：科技替代减少人员配置，人均效率提升明显	62
4. 社区增值服务成长路在何方？	67
4.1. 财务：收入总额提升迅速，贡献度提升明显	67
4.2. 品类：两维度看增值服务品类，高生活相关性服务拓展空间较大	69
4.3. 模式：外包自营各具优势，规模与口碑区分竞争力	73
5. PE/PS 估值之辩.....	74
5.1. PS 估值是否适用引发争议，规模与盈利能力孰轻孰重？	74
5.2. 规模构筑长期竞争优势，跑马圈地正当时	75
5.3. 盈利能力分化明显，利润率高不等于经营能力优劣	76
5.4. PE/PS 估值交叉验证，掘金高增长潜力物企	77
6. 投资建议.....	80
6.1. 长期投资策略：关联方与品牌口碑为锚，多维度优选公司	80
6.2. 中期投资策略：聚焦外拓与激励，探寻增长确定性	81
6.3. 短期投资策略：估值为锚，寻找业绩超预期个股	82
7. 推荐标的.....	82



7.1. 碧桂园服务	82
7.2. 金科服务	84
7.3. 永升生活服务	87
7.4. 世茂服务	89
7.5. 新城悦服务	92
7.6. 融创服务	94
7.7. 华润万象生活	95
7.8. 宝龙商业	98
8. 风险提示.....	100

图表目录

图 1: 44 家上市物业管理公司总市值 (亿元)	11
图 2: 东北证券 H 股物管指数变化	13
图 3: 东北证券 A 股物管指数变化	13
图 4: 物管公司 2020 年营业收入 (亿元) 及市盈率	15
图 5: 物管公司 2020 年归母净利润同比增速及市盈率	16
图 6: 物管公司总营业收入 (亿元) 及同比	16
图 7: 物管公司总归母净利润 (亿元) 及同比	16
图 8: 物管公司营业收入 (亿元)	17
图 9: 物管公司归母净利润 (亿元)	17
图 10: 物管公司加权平均毛利率和归母净利率	18
图 11: 物管公司归母净利率	18
图 12: 物管公司综合毛利率	19
图 13: 物管公司总在管面积 (亿方) 及同比	19
图 14: 物管公司总合约面积 (亿方) 及同比	19
图 15: 物管公司平均合管比	20
图 16: 物管公司在管面积 (万方)	20
图 17: 物管公司 2020 年合约面积 (万方) 及合管比	21
图 18: 物管公司关联方销售面积同比增速	22
图 19: 物管公司在管面积中第三方占比	23
图 20: 物管公司新增在管面积中第三方占比	23
图 21: 物管公司外拓中收并购占比	24
图 22: 物管公司收入结构变化	24
图 23: 物管公司毛利结构变化	24
图 24: 2020 年物业公司收入结构	25
图 25: 2020 年物业公司毛利结构	25
图 26: 物业公司平均物业费水平 (元/平米/月)	26
图 27: 物管公司基础物管坪效 (元/平米/月)	26
图 28: 物管公司社区增值服务坪效 (元/平米/月)	27
图 29: 物管公司销管费用率对比	27
图 30: 物管公司平均销管费用率	27
图 31: 物管公司所得税率对比	28
图 32: 物管公司平均所得税率	28



图 33: 物管公司应收账款/营业收入对比	28
图 34: 物管公司应收账款/营业收入平均值	28
图 35: 物业管理行业总管理面积 (亿方) 及同比	35
图 36: 百强物管公司在管面积 (亿元) 及占比	35
图 37: 物管行业 TOP10 集中度	35
图 38: 住宅物管面积规模及渗透率测算	36
图 39: 当前住宅物管收入规模测算	37
图 40: 远期住宅物管收入规模测算	38
图 41: 零售商业物管市场规模测算	41
图 42: 写字楼物管市场规模测算	41
图 43: 各国人口密度对比 (人/平方千米)	43
图 44: 各国人均购物中心面积对比 (平米)	43
图 45: 2019 年各国人均写字楼面积对比 (平米)	43
图 46: 全国政府服务采购规模 (亿元) 及同比	44
图 47: 环卫服务年化合同金额及市场化率测算	45
图 48: 环卫服务新签合同金额 (亿元) 及首年服务金额 (亿元)	45
图 49: 城乡社区环境卫生支出 (亿元) 及环卫服务市场化率	45
图 50: 物管公司在管面积中非住业态的占比	50
图 51: 部分重点物企新增外拓合约面积及相关指引 (万方)	53
图 52: 重点物企新增住宅外拓合约面积 (万方) 及新增住宅外拓合约面积/非 TOP50 商品住宅销售面积	54
图 53: 部分重点物管公司物业费水平 (元/平米/月) 与毛利率	54
图 54: 部分重点物管公司物业费水平 (元/平米/月) 与归母净利率	55
图 55: 物管公司社区增值服务收入 (亿元) 及同比	67
图 56: 物管公司社区增值服务收入占比平均值	67
图 57: 物管公司社区增值服务平均毛利占比	68
图 58: 物管公司社区增值服务平均毛利率	68
图 59: 2020 年重点物管公司社区增值服务项目收入结构	72
图 60: 物业公司 2017-2020 年社区增值服务收入 CAGR 对比	72
图 61: 物业公司社区增值服务毛利率对比	72
图 62: 百强物管公司在管面积 (亿方) 及占比	75
图 63: 物业管理行业 TOP10 集中度	75
图 64: 部分重点物管公司归母净利率	76
图 65: 部分重点物管公司综合毛利率	77
图 66: 物业公司年初至今涨跌幅	80
图 67: 物业公司上市至今涨跌幅	80
图 68: 碧桂园服务营业收入 (亿元) 及同比	83
图 69: 碧桂园服务毛利率及归母净利率	83
图 70: 碧桂园服务营收结构	83
图 71: 碧桂园服务毛利结构	83
图 72: 金科营业收入 (亿元) 及同比	85
图 73: 金科服务毛利率及归母净利率	85
图 74: 金科服务营收结构	85
图 75: 金科服务毛利结构	85
图 76: 同业对比: 在管面积中第三方占比	87
图 77: 同业对比: 外拓中收并购占比	87



图 78: 永升生活服务营业收入 (亿元) 及同比	88
图 79: 永升生活服务毛利率和归母净利率	88
图 80: 永升生活服务营收结构	88
图 81: 永升生活服务毛利结构	88
图 82: 同业对比: 新增在管面积中第三方占比	89
图 83: 世茂服务营业收入 (亿元) 及同比	90
图 84: 世茂服务毛利率和归母净利率	90
图 85: 世茂服务营收结构	91
图 86: 世茂服务毛利结构	91
图 87: 同业对比: 基础物管坪效 (元/平米/月)	92
图 88: 同业对比: 社区增值服务坪效 (元/平米/月)	92
图 89: 新城悦服务营业收入 (亿元) 及同比	93
图 90: 新城悦服务毛利率和归母净利率	93
图 91: 新城悦服务营收结构	93
图 92: 新城悦服务毛利结构	93
图 93: 融创服务营业收入 (亿元) 及同比	94
图 94: 融创服务毛利率和归母净利率	94
图 95: 融创服务营收结构	95
图 96: 融创服务毛利结构	95
图 97: 华润万象生活营业收入 (亿元) 及同比	96
图 98: 华润万象生活毛利率和归母净利率	96
图 99: 华润万象生活营收结构	97
图 100: 华润万象生活毛利结构	97
图 101: 宝龙商业营业收入 (亿元) 及同比	99
图 102: 宝龙商业毛利率和归母净利率	99
图 103: 宝龙商业营收结构	99
图 104: 宝龙商业毛利结构	99
表 1: 44 家上市物管公司市值及估值	10
表 2: 重点上市物管公司市值、估值及业绩情况	14
表 3: 物业公司历史合管比	21
表 4: 物管公司归母净利润增速及业绩指引	29
表 5: 物管公司营业收入增速及业绩指引	30
表 6: 物管公司规模业绩指引	31
表 7: 部分重点一二线城市住宅物业费政府指导价	33
表 8: 全国住宅物业管理市场规模测算	38
表 9: 住宅基础物管收入测算	40
表 10: 环卫服务市场竞争格局	46
表 11: 十部委《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》主要变化	46
表 12: 年初至今部分物业管理相关政策	48
表 13: 物管公司非住在管面积占比情况变化	49
表 14: 物管公司业态覆盖情况	50
表 15: 物管公司非住业态拓展情况	51
表 16: 物管公司市场化外拓情况	52
表 17: 部分物业管理项目招投标中标情况	52



表 18: 主流 B 端物业科技应用梳理.....	56
表 19: 主流 C 端与 G 端物业科技应用梳理	57
表 20: 主流商管物业科技应用梳理	58
表 21: 科技赋能各阶段代表公司	60
表 22: 部分物业公司平台化模式	60
表 23: 部分公司产品 and 资质情况 (灰底为初步平台化企业)	61
表 24: 一级服务科技降本增效场景测算	63
表 25: 二级服务科技降本增效场景测算	64
表 26: 三级服务科技降本增效场景测算	65
表 27: 四级服务科技降本增效场景测算	66
表 28: 物管公司收入结构和毛利结构	68
表 29: 重点物管公司社区增值服务品类	70
表 30: 物业公司增值服务拓展情况	71
表 31: 部分公司社区增值服务开展模式	73
表 32: 社区增值服务开展潜力较大的公司类型	74
表 33: 部分物管公司 PE 及 PEG 估值表	78
表 34: 部分重点物管公司 PS 估值.....	78
表 35: 2020 年中国商业地产运营十强房企	98



投资逻辑

研究背景和概况

自 2018 年年初以后物管公司分拆上市热潮开始至今，物业板块总市值增长超过 25 倍，已成为具备一定规模的独立行业板块。2020 年多数主流物业公司在业绩高速增长的基础上，给予了较高的业绩目标，未来三年的增速指引中枢在 40%左右，市场对物业公司能否顺利达成目标有一定担忧。此外，社区增值服务与物业科技的发展情况与战略选择也一直是市场长期关注的焦点。我们预计 7 月物业公司将迎来又一波盈喜潮，低基数下龙头公司增速中枢有望突破 60%，将进一步强化市场信心，往年看盈喜期板块均具备较强表现，建议大家开始提前布局。聚焦市场的核心关注点，本篇报告主要解决以下问题：

- 1) 2020 年物业板块业绩有何亮点？
- 2) 物业公司的高业绩目标是否可以实现？
- 3) 当前物业科技发展到什么阶段？哪些物业公司具备优势？物业科技对降本增效具备多大的定量影响？
- 4) 社区增值服务发展现状？我们看好哪些增值服务品类？
- 5) 物业公司 PE/PS 估值之辨？
- 6) 长期、中期、短期不同维度下的物业股投资策略？

报告亮点

- 1) 针对市场关注的物管公司高业绩指引能否顺利完成的问题，我们从权责体系、行业空间、政策变化、外拓竞争等多个角度全面分析指引顺利完成的可能性。我们认为，a) 权责体系调整下物业公司趋向独立化，关联方支持力度、行业发展环境均在持续提升；b) 行业仍处于高速发展前期，仍有较大提升空间，我们在文中对住宅、商办等多元业态的增长空间进行了详细测算；c) 政策推动提升业委会的渗透，打开行业潜在的提价空间；d) 业态多元化可护航公司稳健增长；e) 当然我们也提示外拓竞争正在加剧的风险，根据业绩指引计算，2021 年六家重点物企预计外拓住宅合约面积 2.57 亿方，占非 TOP50 房企商品房销售面积的比例从 2020 年的 20.81%提升至 29.56%。综上，我们认为近两年物业公司完成业绩目标的可能性较大，但在长期外拓竞争加剧的背景下，我们推荐关注当前在低物业费均价下仍能实现较强盈利的公司。
- 2) 为了论证物管行业仍处于高速发展前期的判断，我们对住宅、商办、公建、城市服务等多个物管业态的市场空间进行了全面、详细的测算。根据测算结果，a) 住宅：2020 年住宅物管面积规模为 178.8 亿方，渗透率 71.7%，2030 年住宅总存量面积为 349.1 亿方，不考虑渗透率变化，对比 2020 年仍有 40%的可提升空间，对应复合增速为 3.4%；2030 年远期在 5%/10%/20%提价面积占比的三种假设下，住宅物管总收入规模分别为 12965/13699/15370 亿元，对比 2020 年提升空间为 164.2%/179.1%/213.2%，对应复合增速 10.2%/10.8%/12.1%；b) 商办：2030 年中国购物中心总面积将达到 6.06 亿方，对比 2020 年有 37.7%的提升空间，对应复合增速 3.3%；2030 年购物中心总收入达到 231.4 亿元，对比 2020 年有 71.3%的提升空间，对应复合增速 5.5%；2030 年写字楼总面积将达到 9.46



亿方，对比 2019 年由 126.3%的提升空间，对应复合增速 7.7%； 2030 年物管总收入 262.2 亿元，对比 2019 年提升空间为 26.7%，对应复合增速 2.2%； c) 公建：2020 年公建类物业费收入规模为 1074.2 亿元，在全国服务类政府采购中的渗透率仅为 11.36%，提升空间较大； d) 城市服务：以环卫服务计算，2020 年环卫服务年化总合同金额为 2296 亿元，市场化率 70%，对比美国 81%的市场化，仍有 10 个百分点以上的空间； 2020 年 5 家重点上市环卫公司的新签环卫服务合同总金额占总新签合同额的 26.9%，上市物企中碧桂园服务和保利物业的市占率为 0.4%和 0.1%，存在较大差距，环卫服务领域渗透率仍有较大提升空间。

- 3) 从中长期角度看，物业科技对于物管公司维持甚至提升单盘盈利能力至关重要，但市场对于物业公司在当前阶段科技能力上的差异认知并不清晰，也缺乏科技赋能对经营效率影响的定量测算。据此，我们对物业科技的发展阶段进行系统性梳理，并探究物业科技平台化的驱动因素。基于技术难度和实现方式的差异，物业科技可分为中后台电算化、硬件数字化、智能化、初步平台化和成熟平台化五个阶段；对于已经初步平台化的科技产品，我们认为，在进入成熟平台化的进程中，驱动因素的重要性排序为规模>广度>深度>供应链能力，由此来看，当前物业公司在平台化进程中能力排序依次为：第一梯队：万物云、千丁、碧桂园服务；第二梯队：金科服务；第三梯队：绿城服务、腾讯海纳。
- 4) 由于当前市场上缺少对物业科技赋能成效的定量分析，我们结合具体场景对住宅小区物管科技应用后的降本增效情况进行测算，通过拆分住宅社区管理、保安、保洁、维保、绿化五个细分工种的人员配置，结合轮岗换班频率、岗位专业度、人员管理半径等因素，探究硬件数字化、智能化两阶段科技赋能下人员配置优化的可能性，并测算精简优化后人均效率的提升空间。经测算，硬件数字化/智能化两阶段人均在管面积的提升效率为：一级物业（32.7%/65.5%），二级物业（33.3%/71.7%），三级物业（33%/65.1%），四级物业（31.2%/53.9%），整体来看两阶段提升效率约为 30%/60%。
- 5) 社区增值服务作为物管公司的重要发展方向，市场一直很关注物企在业务培育上的战略选择。同时由于服务品类繁多，较为碎片化，市场对各业务品类的盈利能力和发展前景也并不清晰。据此，由此我们对当下主流物企社区增值服务各品类的盈利能力、渗透难度、发展前景和经营模式进行了详细分析和研判，我们认为，a) 空间运营、车位运营等服务运营难度低，易于渗透，外部竞争公司难以进入，但服务溢价空间较小，且已被全面覆盖，拓展空间较小； b) 租售经纪、金融服务存在较高专业壁垒，面对垂直领域公司的竞争，物业公司优势不显，渗透难度高； c) 社区零售、家政等服务与业主生活场景高度相关且专业性低，依托线下与业主高频次的互动可进行充分渗透，拓展空间较大； d) 美居、社区养老、文旅等服务同时拥有高生活相关性与较大的服务溢价空间，能够通过提升服务水平增厚收益，提升空间较大。高生活相关性的服务为未来社区增值服务拓展的主要方向。
- 6) PE(PEG)目前仍是物管行业的主流估值方法，但近期市场上也产生了当前阶段更宜采用 PS 估值的声浪。通过比较两种估值方法在物管行业运用中的优劣，我们认为，现阶段规模是物管公司构建长期竞争优势的关键，同时当前物管公司的利润率高低并不能完全体现公司经营能力的优劣。对于口碑优质且规模较大的



头部物企，我们认为可在主流的 PE (PEG) 估值方法基础上，辅助 PS 估值进一步挖掘短期盈利能力稍弱而长期增长潜力较大的公司

- 7) 基于对行业当前发展阶段的认知，我们旗帜鲜明的提出了基于长期、中期、短期不同时间维度下的投资策略和选股框架：a) 长期投资策略：关注关联方实力、品牌口碑、科技实力、管理规模、增值服务拓展、赛道布局，推荐碧桂园服务、华润万象生活、融创服务、保利物业、金科服务、绿城服务；b) 中期投资策略：增长确定性为关键，关注公司外拓能力、激励机制、关联方销售情况，推荐金科服务、永升生活服务、宝龙商业、绿城服务；c) 短期投资策略：估值是第一考量因素，寻找增长确定性强但 PEG 有所低估的公司或者基本面有一定瑕疵但短期内将迎来边际改善（往往在业绩期释放改善信号）的公司，以及中报业绩超预期个股，推荐金科服务、世茂服务、宝龙商业、新城悦服务、合景悠活和融创服务。



1. 回望 2020 年，物业板块业绩有何特点？

在展望物管行业未来之前，我们首先对各公司 2020 年年报及板块整体变化情况进行回顾。截至 2021 年 6 月 25 日，除 5 月底刚上市的新股外，共有 44 家内地物业管理公司登陆资本市场，其中 H 股物管公司 40 家、A 股物管公司 4 家，总市值达到 8788 亿元人民币。我们选取其中 24 家样本公司对物业板块 2020 年报经营财务情况进行梳理和回顾。（样本公司包括 22 家 H 股公司和 2 家 A 股公司，总市值 8315 亿元人民币，占板块总市值的 94.6%）

表 1: 44 家上市物管公司市值及估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	市盈率 (2020 年)	上市日期
6098.HK	碧桂园服务	2,203.40	82.77	2018-06-19
1209.HK	华润万象生活	998.57	123.22	2020-12-09
6666.HK	恒大物业	827.80	31.54	2020-12-02
1516.HK	融创服务	700.23	117.59	2020-11-19
0873.HK	世茂服务	513.66	74.80	2020-10-30
3319.HK	雅生活服务	426.40	23.03	2018-02-09
9666.HK	金科服务	389.90	63.70	2020-11-17
2869.HK	绿城服务	311.64	44.26	2016-07-12
1995.HK	永升生活服务	284.23	73.47	2018-12-17
6049.HK	保利物业	254.31	38.10	2019-12-19
2669.HK	中海物业	222.89	38.17	2015-10-23
001914.SZ	招商积余	187.89	43.18	2019-12-16
1755.HK	新城悦服务	167.30	37.32	2018-11-06
3913.HK	合景悠活	158.21	49.41	2020-10-30
9909.HK	宝龙商业	149.33	49.39	2019-12-30
6989.HK	卓越商企服务	90.45	28.08	2020-10-19
9983.HK	建业新生活	84.73	20.04	2020-05-15
3316.HK	滨江服务	80.23	36.87	2019-03-15
2606.HK	蓝光嘉宝服务	77.32	14.63	2019-10-18
002968.SZ	新大正	72.58	55.32	2019-12-03
6677.HK	远洋服务	59.26	23.21	2020-12-17
9928.HK	时代邻里	53.03	23.00	2019-12-19
6668.HK	星盛商业	48.19	38.33	2021-01-26
2156.HK	建发物业	45.35	43.12	2020-12-31
6958.HK	正荣服务	43.01	25.28	2020-07-10
2168.HK	佳兆业美好	40.60	18.46	2018-12-06
1778.HK	彩生活	37.98	7.64	2014-06-30
300917.SZ	特发服务	36.89	37.15	2020-12-21
3662.HK	奥园健康	36.41	14.67	2019-03-18
2146.HK	荣万家	31.74	12.14	2021-01-15
603506.SH	南都物业	28.30	20.52	2018-02-01
1153.HK	佳源服务	19.54	30.14	2020-12-09



股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	市盈率 (2020年)	上市日期
6093.HK	和泓服务	18.92	33.87	2019-07-12
1502.HK	金融街物业	16.89	16.31	2020-07-06
1971.HK	弘阳服务	15.06	21.78	2020-07-07
1922.HK	银城生活服务	11.70	17.54	2019-11-06
1895.HK	鑫苑服务	10.04	7.36	2019-10-11
2107.HK	第一服务控股	8.17	8.70	2020-10-22
1417.HK	浦江中国	6.35	24.45	2017-12-11
1538.HK	中奥到家	5.70	4.38	2015-11-25
3686.HK	祈福生活服务	4.91	3.85	2016-11-08
9916.HK	兴业物联	3.60	8.36	2020-03-09
9608.HK	宋都服务	2.86	8.82	2021-01-18
1941.HK	焯星集团	2.33	11.37	2020-03-13

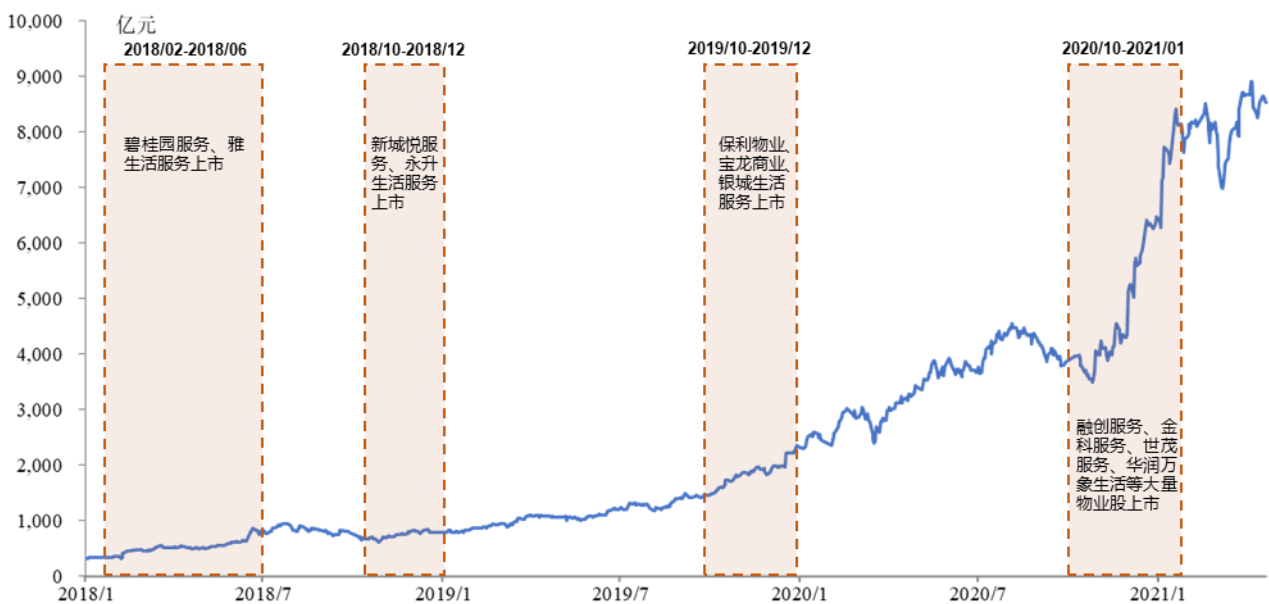
数据来源：公司公告，Wind，东北证券

注：数据日期为6月25日，按照当日公司市值从高至低排序，标黄色为样本公司，招商积余上市时间为重组上市时间

1.1. 市值几何倍数增长，关注度多阶段攀升

2018年前物业行业仅有彩生活、中海物业等少部分上市公司，2018年年初以后以碧桂园服务、雅生活服务等行业龙头上市为起点，拉开了物管公司分拆上市的热潮，因此我们以2018年为开端，对物业板块的变化进行复盘。复盘2018年至今的物业板块来看，板块公司数量从2018年1月1日的8个提升至2021年6月24日的44个；同时截至2021年6月25日，物业板块的总市值达到8788亿元人民币，对比2018年1月1日的总市值提升超过25倍。

图 1：44 家上市物业管理公司总市值（亿元）



数据来源：公司公告，Wind，东北证券



由于 2018 年初至今的时间段内市场上缺少可供参考的物业板块指数，我们选取 39 只 H 股物业股与 4 只 A 股物业股，分别以其总市值作为权重制作股价指数。整体来看，截止至 2021 年 6 月 25 日，H 股物管指数较 2018 年 1 月 1 日上升达 948%，而同期恒生综指下降 2.1%，A 股物管指数较 2018 年 1 月 1 日上升达 49.5%，而同期沪深 300 指数上升 30%。今年年初十部委政策将物业管理作为基层治理的重要部分，对行业产生利好，市场对于物业企业的认可度和关注度持续提升。

根据 H 股物管指数表现来看，物业板块存在以下五个重要变化阶段：

第一阶段（2018 年 1 月-2018 年 7 月）：开始于雅生活服务上市，止于社保政策变更
这一阶段前物业上市公司数量较少且估值分化，共计 7 家上市公司，以 2018 年 1 月 1 日来看，估值较高的绿城服务/中海物业 2017 年 PE 为 36.7/22.7 倍，而估值偏低的彩生活/祈福生活服务/中奥到家 2017 年 PE 为 13.5/9.4/4.9 倍。雅生活服务于 2018 年 2 月 9 日上市，其高利润水平及较强的盈利能力使资本市场打开对物业行业的想象空间，带动了板块的提振。直到 7 月底，国务院、人社部联合发布《国家税务和地方税收征管体制改革方案》，明确社保由税务统一征收，由于物管的人力密集属性，市场对其利润空间产生疑虑，板块开始下行。

第二阶段（2019 年 1 月-2019 年 8 月）：年报业绩披露，板块增长确定性验证

自雅生活服务、碧桂园服务两大物企上市以后第一次年报业绩披露，良好的业绩使板块的高增确定性得到验证，同时 2018 年下半年与 2019 年上半年，永升生活服务、新城悦服务、佳兆业美好、滨江服务等公司上市，板块热度持续提升。

第三阶段（2019 年 9 月-2020 年 3 月）：中报表现超预期，业态多元化提振热度

半年报的业绩中，基础物管收入、在管面积规模、社区增值服务收入等指标屡超预期，使得市场信心大增。另一方面，在此期间，宝龙商业、保利物业、新大正、蓝光嘉宝服务、时代邻里等 9 家物业公司上市，增加商业、公建等多元业态使板块的热度进一步提升。

第四阶段（2020 年 4 月-2020 年 11 月）：上半年疫情下政策支持使行业逆势上行，下半年供给大量增加导致板块调整

2020 年 2 月 2 日人力资源社会保障部、财政部和国家税务总局联合出台的《关于阶段性减免企业社会保险费的通知》中通知中明确免征企业养老、失业、工伤三项社保中单位缴费部分 5 个月，减半大型企业三项社保中单位缴费部分 3 个月，对于人力密集的物业行业降本尤其显著，同时中央及北京、杭州等地发布政策对参与疫情防控的企业进行补贴，疫情下物业作为社区防控的第一线，其基层治理价值充分彰显，物业公司屡获媒体报道，从幕后走向台前，物业板块呈现稳步向上的趋势。

这样的趋势发展至 10 月，多数公司已到达估值高位，且同质化的物业新股大量上市导致供给明显增长，行业无大逻辑变化且无增量资金投入，新股扎堆导致行业大量固有问题进一步暴露，市场疑虑增加，估值中枢下行，板块出现大幅调整。

第五阶段（2021 年 1 月至今）：年初十部委政策推动，连续盈喜，年报业绩亮眼

今年年初住建部和城乡建设部等十部委发布《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》，明确完善物业价格机制、鼓励品牌物业市场化外拓和多元化社区增值服务快速拓展等内容，对行业形成重大利好，板块急速升温；另一方面，年初至今物业公



司连续发布盈喜公告，同时 2020 年年报普遍业绩良好，板块大幅提振。

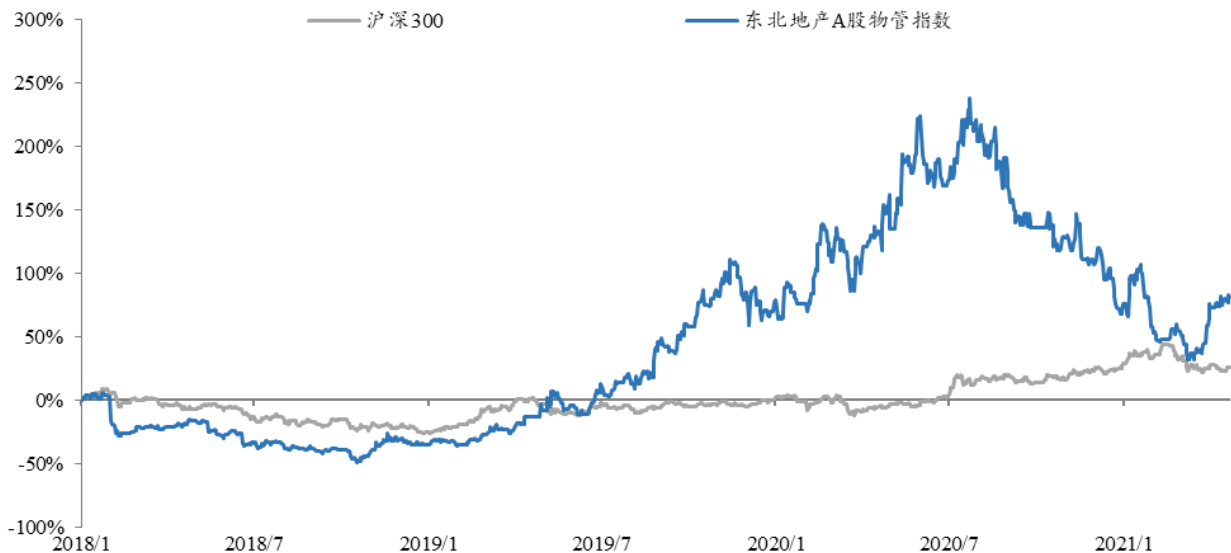
图 2: 东北证券 H 股物管指数变化



数据来源：公司公告，Wind，东北证券

注：采用总市值加权，股价选择后复权收盘价，并以 2018/1/1 收盘价为基准，基准点为 1000

图 3: 东北证券 A 股物管指数变化



数据来源：公司公告，Wind，东北证券

注：采用总市值加权，股价选择后复权收盘价，并以 2018/1/1 收盘价为基准，基准点为 1000

1.2. 估值逐渐分化，利润增速关联性强

总体来看，24 家主流物业公司呈现明显的估值分化，业绩状况良好、不断拓展新业务领域的龙头物企得到的认可增加，而营收规模较小、且未被发掘增长潜力的中小型物企的市场认可度降低。在板块逐渐扩张，可选股日渐丰富的环境下，除合景悠



活、星盛商业等商管企业以及时代邻里等业绩增速亮眼的企业外，中小型物企的关注度正在被拉开差距。

表 2: 重点上市物管公司市值、估值及业绩情况

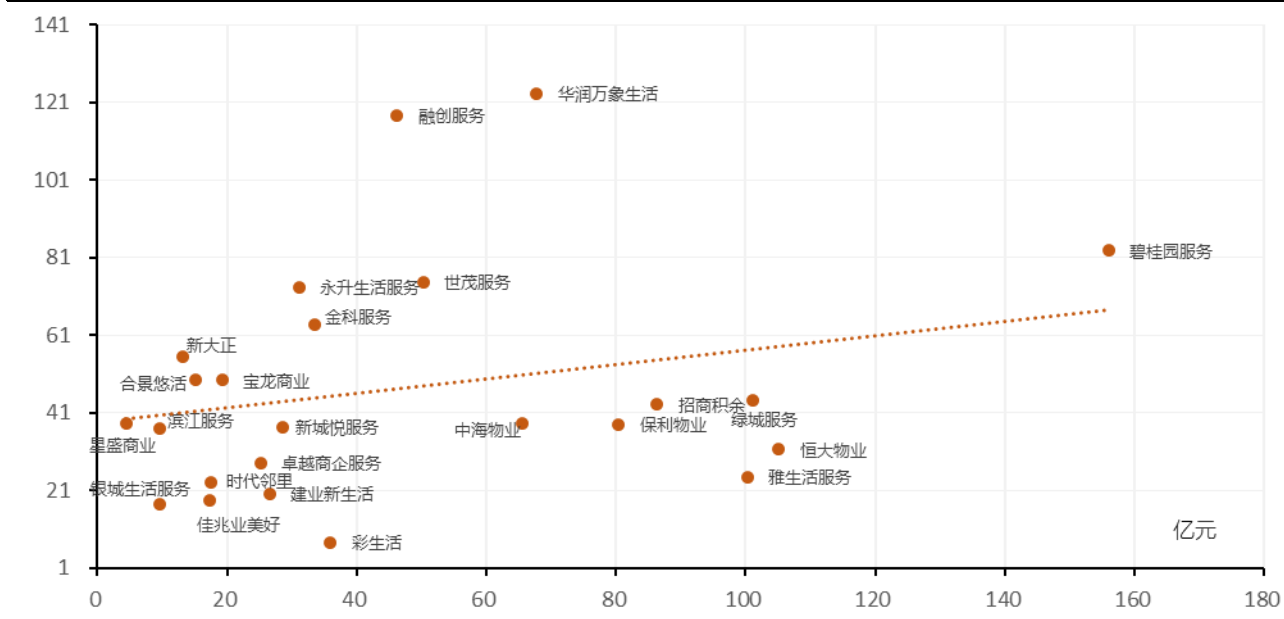
股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	市盈率 (2020 年)	2020 年营业收入 (亿元)	2020 年归母净利润 (亿元)
6098.HK	碧桂园服务	2,203.40	82.77	156.00	26.86
1209.HK	华润万象生活	998.57	123.22	67.79	8.18
6666.HK	恒大物业	827.80	31.54	105.09	26.48
1516.HK	融创服务	700.23	117.59	46.23	6.01
0873.HK	世茂服务	513.66	74.80	50.26	6.93
3319.HK	雅生活服务	426.40	23.03	100.26	17.54
9666.HK	金科服务	389.90	63.70	33.59	6.18
2869.HK	绿城服务	311.64	44.26	101.06	7.10
1995.HK	永升生活服务	284.23	73.47	31.20	3.90
6049.HK	保利物业	254.31	38.10	80.37	6.74
2669.HK	中海物业	222.89	38.17	65.45	7.00
001914.SZ	招商积余	187.89	43.18	86.35	4.35
1755.HK	新城悦服务	167.30	37.32	28.66	4.52
3913.HK	合景悠活	158.21	49.41	15.17	3.23
9909.HK	宝龙商业	149.33	49.39	19.21	3.05
6989.HK	卓越商企服务	90.45	28.08	25.25	3.25
9983.HK	建业新生活	84.73	20.04	26.54	4.27
3316.HK	滨江服务	80.23	36.87	9.60	2.20
002968.SZ	新大正	72.58	55.32	13.18	1.31
9928.HK	时代邻里	53.03	23.00	17.58	2.33
6668.HK	星盛商业	48.19	38.33	4.42	1.27
2168.HK	佳兆业美好	40.60	18.46	17.30	2.22
1778.HK	彩生活	37.98	7.64	35.96	5.02
1922.HK	银城生活服务	11.70	17.54	9.62	0.67

数据来源：公司公告，Wind，东北证券

注：数据日期为 6 月 25 日，按照当日公司市值排序，样本为 24 家重点物管公司，均已换算为人民币



图 4: 物管公司 2020 年营业收入 (亿元) 及市盈率



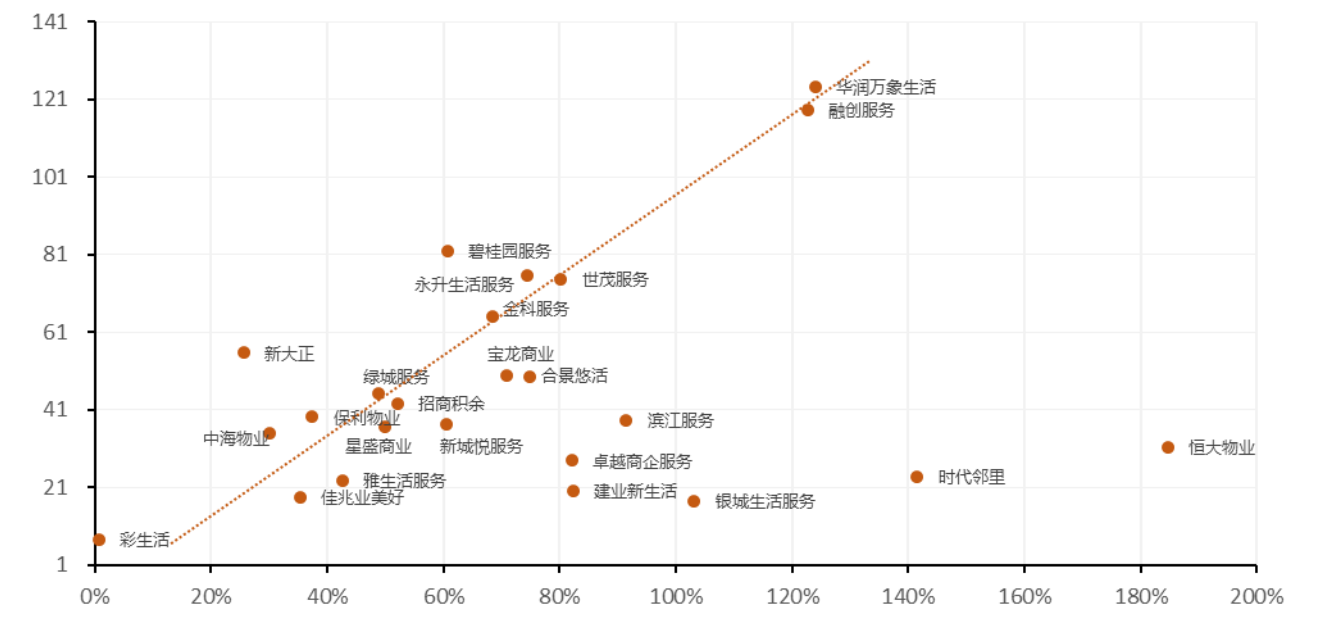
数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

注: 横轴为 2020 年营业收入, 纵轴为市盈率 (2020 年), 数据日期为 6 月 25 日

通过各公司 2020 年归母净利润同比增速与当前市盈率直接的关系来看, 各公司的市盈率分布与归母净利润增速大体呈现线性关系, 估值与公司的业绩表现相关性较高, 部分偏离较多的情况主要存在于 1) 区域布局较集中、规模较小的企业, 例如银城生活服务、建业新生活, 业绩增长一定程度上是基于较低的基数, 且缺少强关联方的情况下, 增长确定性较弱; 2) 利润结构不佳、收并购依赖度较高, 例如恒大物业, 对关联方依赖度较高, 同时通过收并购获取项目存在整合难度, 业绩增长的质量不佳。结合 2 月末碧桂园服务收购蓝光嘉宝服务的事件来看, 估值分化的背景下, 一二级市场价差难于显现, 中小企业上市的意愿减小, 上市公司之间的收并购有可能继续出现, 龙头物企有望复制竞争优势, 加速并购整合, 行业或将开启大整合时代, 当前是跑马圈地的关键阶段。



图 5: 物管公司 2020 年归母净利润同比增速及市盈率



数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

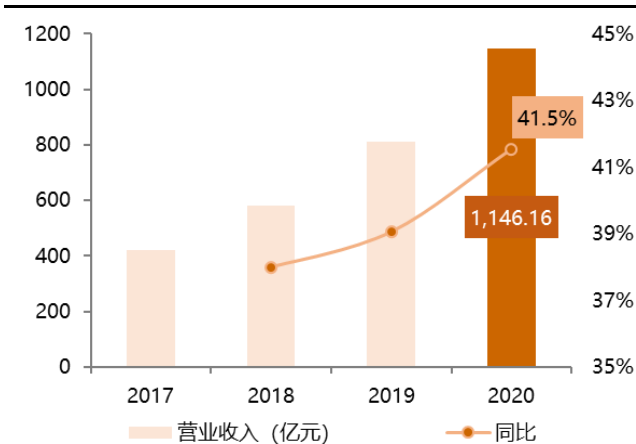
注: 横轴为 2020 年归母净利润同比增速, 纵轴为市盈率, 数据日期为 6 月 25 日

1.3. 业绩加速增长, 盈利能力普遍改善

从行业各公司的营收和归母净利润表现来看, 2020 年物业板块延续了 2018-2019 年的高速增长趋势, 24 家重点物管公司的总营业收入达到 1146.16 亿元, 同比增长 41.5%, 超过 2019 年同比增速 39.1%; 总归母净利润达到 160.6 亿元, 同比增长 71.1%, 超过 2019 年的同比增速 48.2%, 增速均获得进一步提升。

在公司层面上而言, 碧桂园服务、绿城服务、雅生活服务等公司在收入、利润的高基数基础上依然录得较高增速, 受益于较为广阔的行业空间, 未出现高基数削弱增长势头的情况。

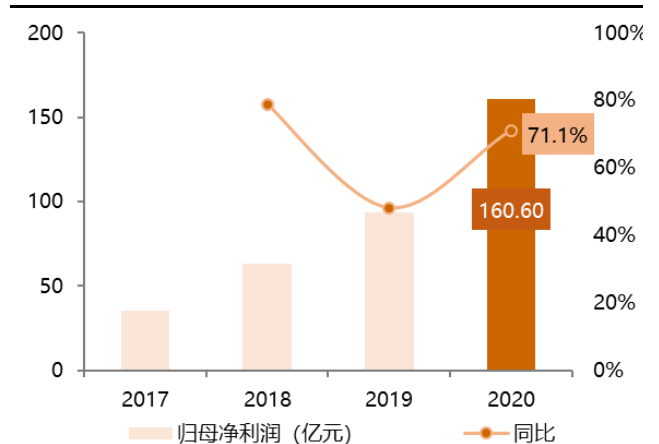
图 6: 物管公司总营业收入 (亿元) 及同比



数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

注: 样本为 24 家重点物管公司

图 7: 物管公司总归母净利润 (亿元) 及同比

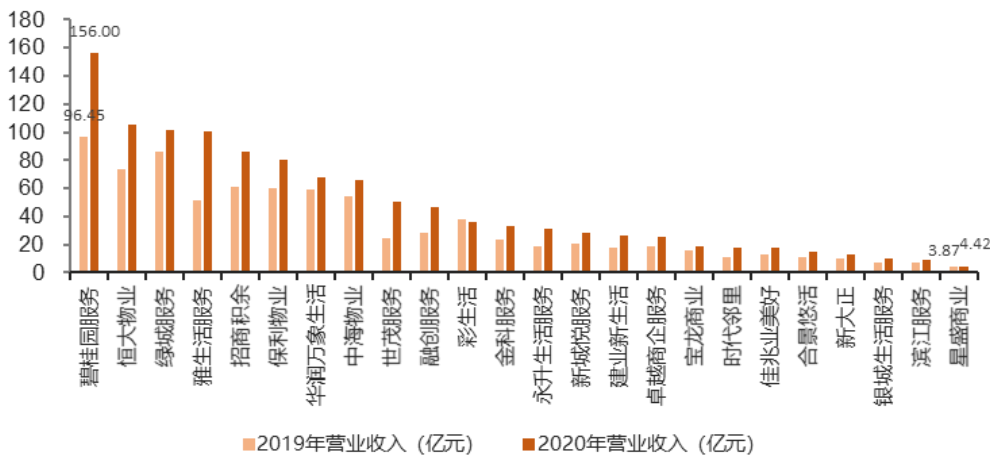


数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

注: 样本为 24 家重点物业公司



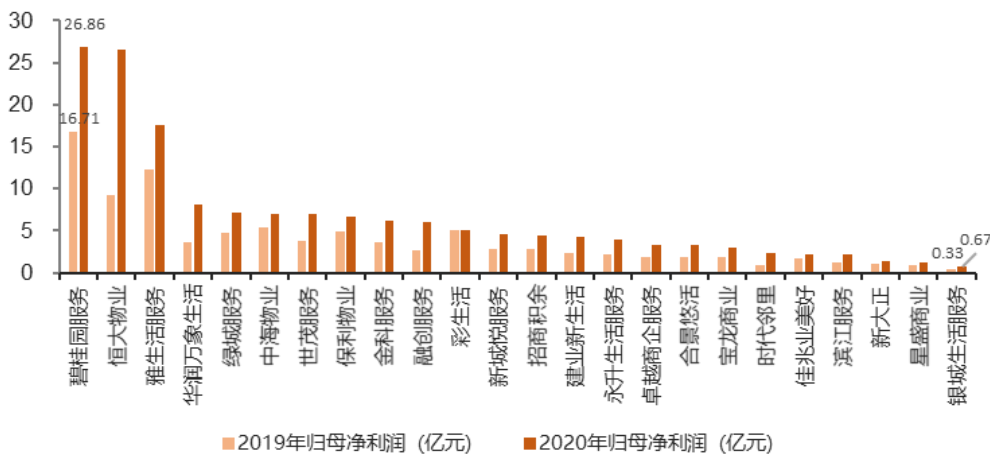
图 8: 物管公司营业收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

注: 按照 2020 年营业收入排序

图 9: 物管公司归母净利润 (亿元)



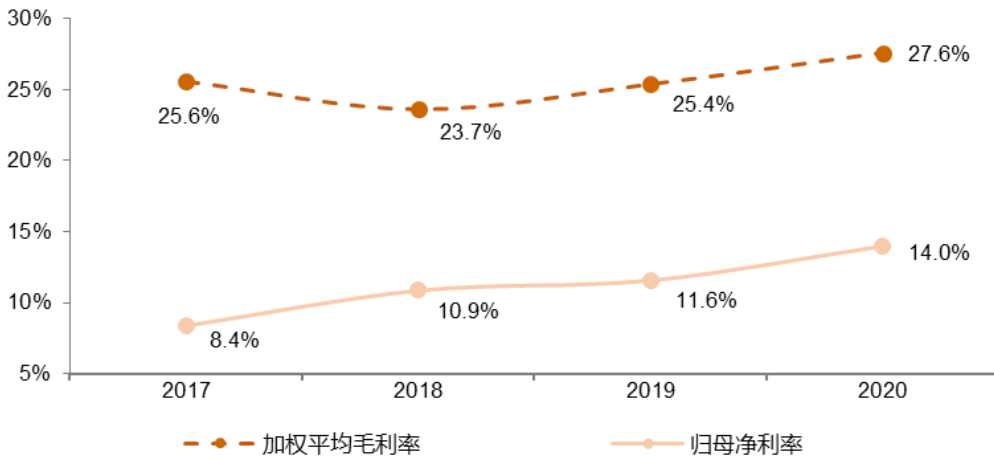
数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

注: 按照 2020 年归母净利润排序

从盈利能力的角度来看, 受益于新盘占比提升、科技赋能、管理效率提升以及疫情期间社保减免补贴, 物业公司的毛利率和归母净利率水平提升明显, 24 家重点公司的加权平均毛利率达到 27.6%, 较 2019 年提升 2.2 个百分点; 归母净利率达到 14%, 较 2019 年末提升 2.4 个百分点, 行业各公司的盈利能力普遍改善。同时由于金科服务、碧桂园服务等龙头公司在科技赋能应用及营运效率优化方面领先行业, 盈利能力优化较为明显。

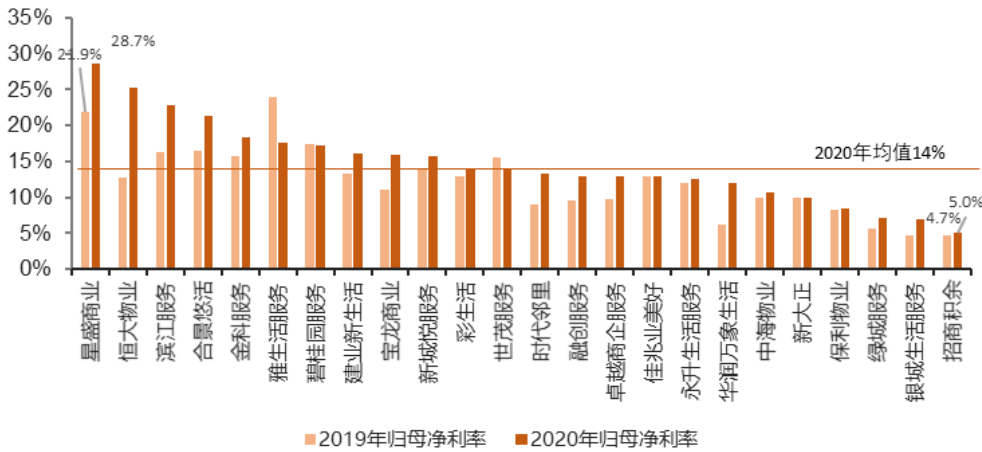


图 10: 物管公司加权平均毛利率和归母净利率



数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

图 11: 物管公司归母净利率

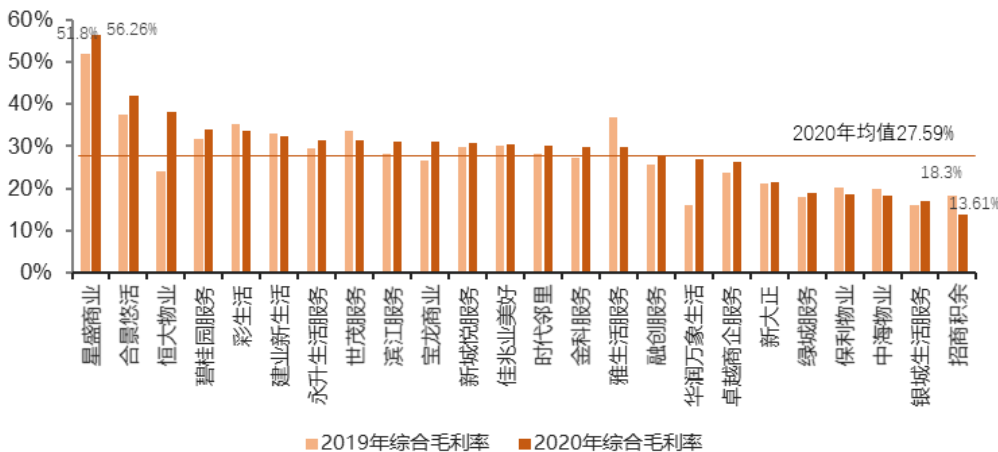


数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

注: 按照 2020 年归母净利率排序



图 12: 物管公司综合毛利率



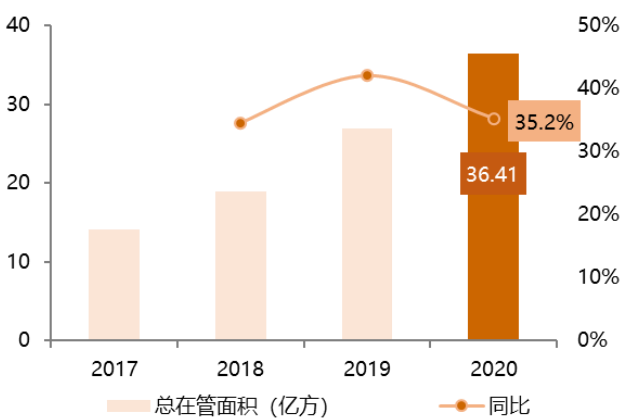
数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

注: 按照 2020 年综合毛利率排序

1.4. 在管规模迅速扩张, 高基数不减增长势头

在规模方面, 各重点物业公司同样延续高速增长, 2020 年, 24 家物管公司的总在管面积达到 36.41 亿方, 同比增长 35.2%, 略低于 2019 年同比增速 42.1%; 合约面积方面, 由于新大正、招商积余、中海物业三家公司未披露合约面积, 对剩余 21 家公司的合约面积进行统计, 21 家公司的总合约面积达到 54.39 亿方, 同比增长 26.9%, 对比 2019 年同比增速 28.2% 略微降低, 仍保持较快增速; 综合来看, 一季度疫情期间, 竣工交付与外拓受到影响, 导致在管/合约面积增速均出现下降; 从合管比来看, 21 家公司的平均合管比从 2019 年的 1.77 下降至 1.65, 主要原因在于疫情影响及可当期产生收益的收并购和招投标在新增合约面积中占比提升。

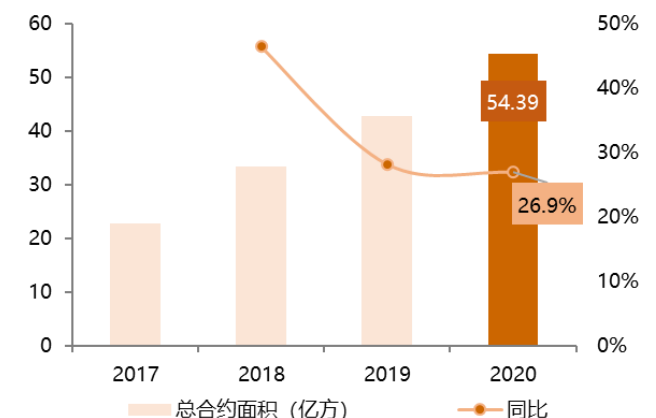
图 13: 物管公司总在管面积 (亿方) 及同比



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 样本为 24 家重点物管公司

图 14: 物管公司总合约面积 (亿方) 及同比

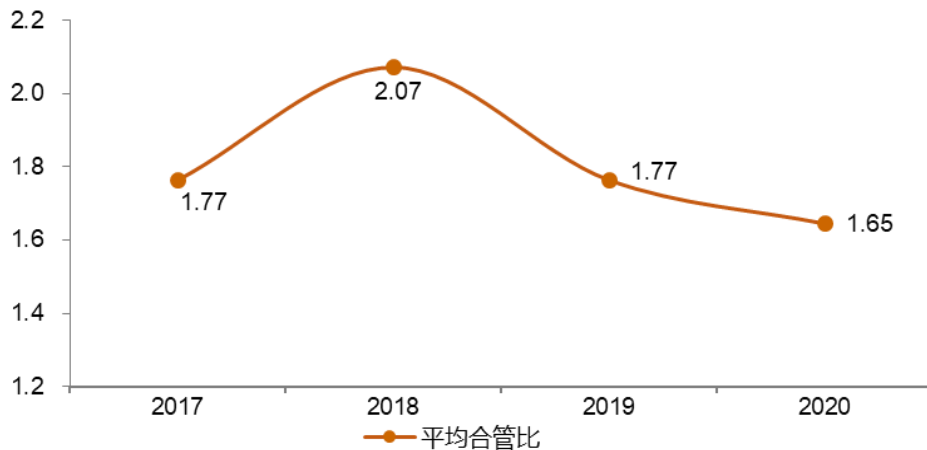


数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 由于招商积余、新大正、中海物业未披露合约面积, 选取其余 21 家重点物管公司作为样本



图 15: 物管公司平均合管比

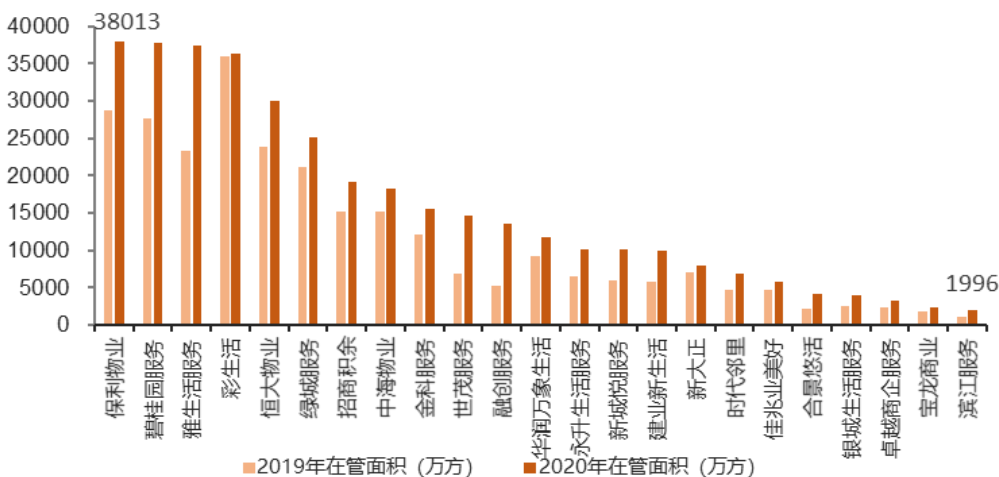


数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 由于招商积余、新大正、中海物业未披露合约面积, 选取其余 21 家重点物管公司作为样本

从公司层面来看, 尽管行业的平均合管比有所下降, 优质物业企业依然维持可观的合管比覆盖水平, 2020 年碧桂园服务、绿城服务、新城悦服务的合管比分别为 2.17、2.13、2.00, 保持规模高速增长确定性。从在管面积、合约面积、合管比的对比来看, 高在管面积基数并未影响大型物企的未来规模增长势头。我们认为, 碧桂园服务、绿城服务在同业领先的在管面积基础上同样拥有领先行业的合管比水平, 主要原因在于, 1) 行业空间仍然广阔, 规模扩张仍处加速阶段; 2) 依托规模效应带来的科技优势、增值服务拓展优势、集约化成本优势使优质大型物企得以在外拓中取得优势。综合来看, 行业规模分化整合趋势仍将延续, 龙头企业可利用规模效应加速整合, 进一步扩大规模优势, 强者恒强的马太效应显现。

图 16: 物管公司在管面积 (万方)

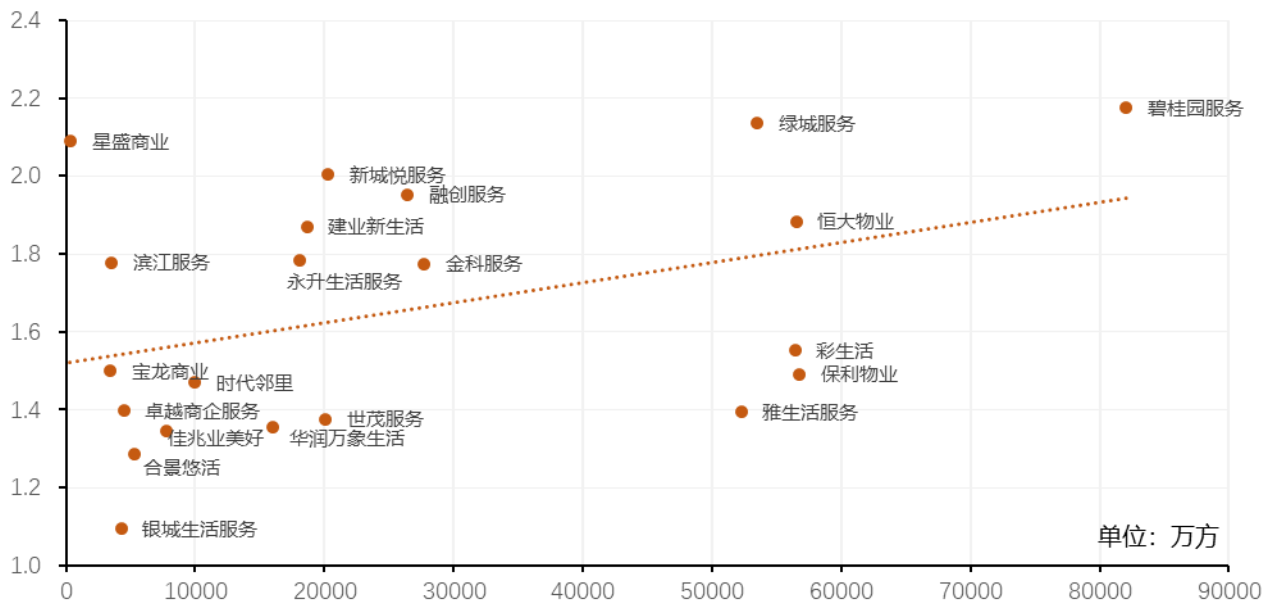


数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 按照 2020 年在管面积从高至低排序



图 17: 物管公司 2020 年合约面积 (万方) 及合管比



数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

注: 横轴为合约面积, 纵轴为合管比

表 3: 物业公司历史合管比

公司简称	2017 年合管比	2018 年合管比	2019 年合管比	2020 年合管比
碧桂园服务	2.68	2.78	2.48	2.17
恒大物业	2.36	2.28	2.12	1.88
华润万象生活	1.09	1.25	1.28	1.35
融创服务	2.87	3.39	2.98	1.95
世茂服务	1.07	1.34	1.48	1.38
雅生活服务	1.61	1.66	1.52	1.39
金科服务	2.23	2.11	2.06	1.77
绿城服务	2.09	2.13	2.10	2.13
永升生活服务	1.26	1.63	1.70	1.78
保利物业	1.74	1.90	1.74	1.49
新城悦服务	1.87	2.62	2.54	2.00
宝龙商业	1.18	1.31	1.54	1.50
合景悠活	1.45	1.79	1.57	1.28
卓越商企服务	1.15	1.38	1.41	1.40
建业新生活	1.67	2.74	2.01	1.87
时代邻里	1.24	1.48	0.58	1.47
滨江服务	3.88	5.63	1.79	1.78
彩生活	1.58	1.87	1.56	1.55
星盛商业	1.51	1.61	2.27	2.09
佳兆业美好	1.24	1.20	1.16	1.34
银城生活服务	1.30	1.44	1.18	1.09

数据来源: 公司公告, 公司官网, 东北证券

注: 按照 6 月 25 日公司市值排序

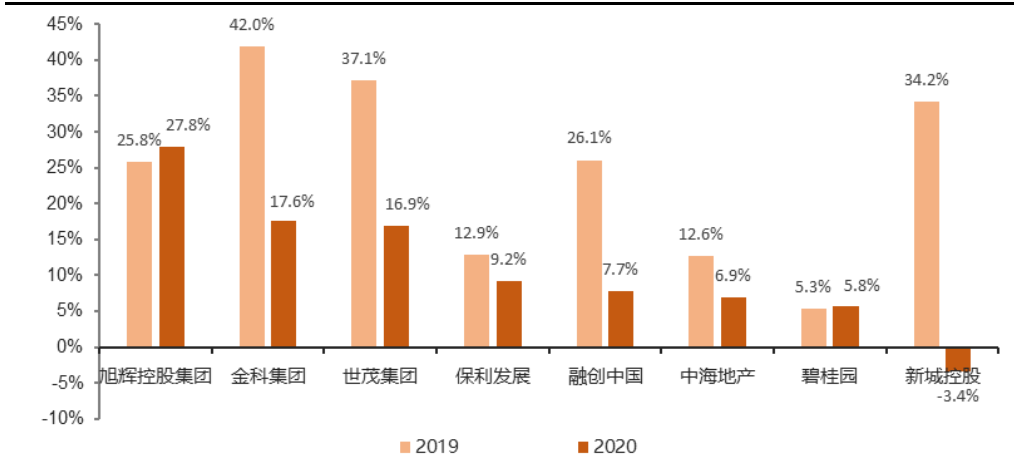


1.5. 外拓普遍发力，辩证看待收并购

由于部分物管公司未披露关联方、外拓等相关数据，我们选取 11 家重点公司作为样本（11 家样本公司碧桂园服务、金科服务、绿城服务、永升生活服务、保利物业、融创服务、世茂服务、雅生活服务、新城悦服务、中海物业、华润万象生活），对规模增长的来源进行进一步拆分。

关联方交付在物业公司规模增长来源中确定性最高，关联方销售面积增速直接决定未来物业公司关联方来源的规模增速。根据 11 家样本公司关联方业绩公告披露（除碧桂园由于口径变化采用克而瑞数据）的签约销售面积来看，多数 2020 年重点物业公司关联方签约销售面积增速出现下滑，其中新城控股同比增速为负值，而旭辉控股集团、金科集团、世茂集团在增速普遍下降的背景下仍保持 10% 以上的同比增速，确保永升生活服务、金科服务、世茂服务未来在管面积的增长。

图 18：物管公司关联方销售面积同比增速



数据来源：公司公告，克而瑞，东北证券

注：按照 2020 年销售面积同比增速排序，由于碧桂园公告披露销售面积于 2018 年 6 月以后口径转变为权益口径，采用克而瑞销售面积数据，其余公司均为公司公告数据

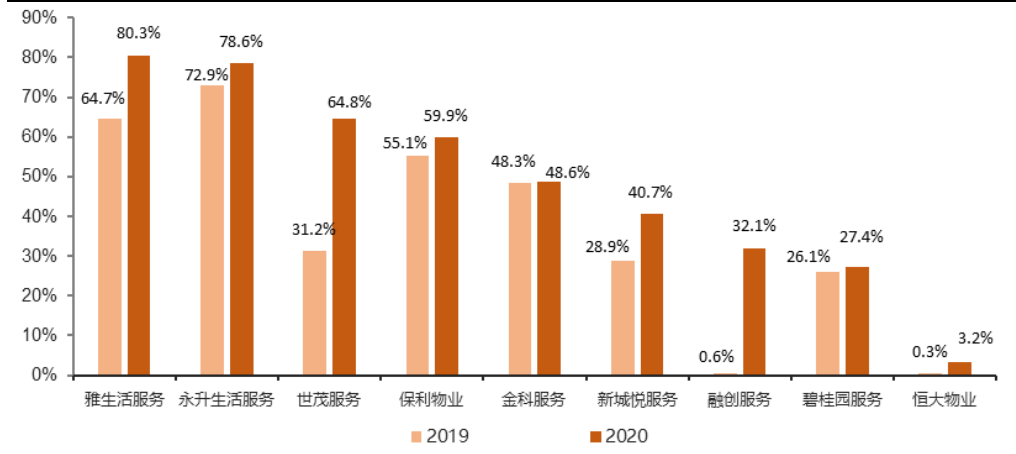
从第三方来源在管面积来看，2020 年 11 家物业公司在管面积中第三方占比均明显提升，其中世茂服务（收并购与市场化外拓双轮驱动）、融创服务（收并购驱动）、新城悦服务（市场化外拓驱动）提升最为明显；从边际变化的角度来看，第三方已成为多数重点物管公司新增在管面积的主要来源。静态来看，第三方来源的面积增长方式中，招投标较收并购获取项目的风险更低、项目质量更优，由此我们对公司外拓中收并购的占比进行统计。结合公告披露的收并购面积和新增第三方在管面积计算，融创服务、雅生活服务 2020 年外拓面积中收并购占比分别为 86.77%、85.02%，规模高速增长中收并购的贡献度较大，世茂服务外拓面积中收并购占比从 2019 年的 94.47% 大幅降低至 47.9%，市场化拓展发力明显；根据年报披露，永升生活服务 2020 年外拓面积中收并购占比为 7.45%，维持较强的市场化外拓能力。

我们认为，收并购较招投标项目质量较低，而风险较高，但对于具备成熟管理能力的物企而言，若新增项目能得到有效整合，则收并购拓展仍然能视为可靠的规模增长方式。以世茂服务为例，其上市前收并购项目较多导致上市后短期认可度较低，



而从 2020 年业绩来看，2020 年收购的广州粤泰、浙大新宇等四家公司在收并购后平均净利率同比提升 2.6 个百分点至 8.3%，公司的基础物管坪效从 2019 年的 1.77 元/平米/月提升至 2.11 元/平米/月，同时收缴率维持 95% 的较高水平，收并购项目经整合后并未对公司项目整体质量造成不利影响，整合效果良好。由此可见，龙头上市公司依托充裕的资金进行收并购扩张，在顺利整合的基础上依然是规模增长的有效手段。对此，我们可以从收缴率、利润率、满意度、基础物管坪效等角度对收并购的整合效果进行跟踪评价。

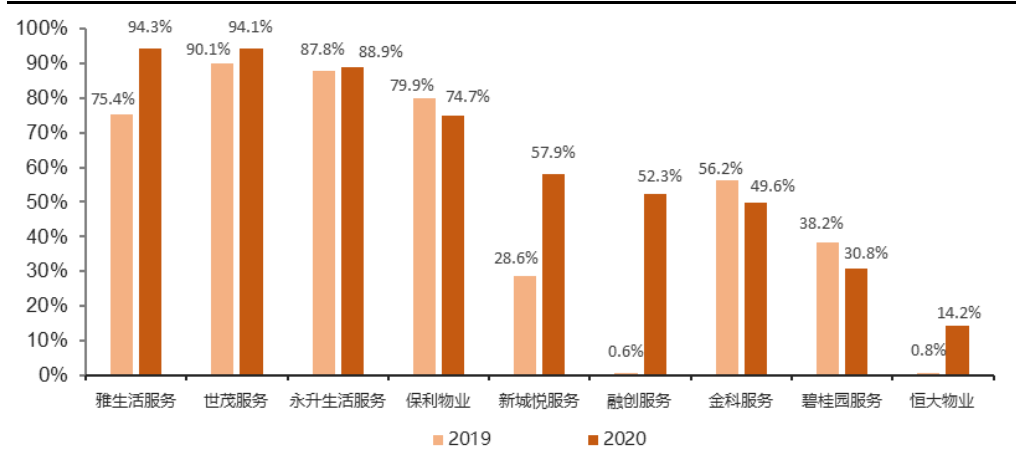
图 19: 物管公司在管面积中第三方占比



数据来源：公司公告，东北证券

注：按照 2020 年在管面积中第三方占比排序

图 20: 物管公司新增在管面积中第三方占比

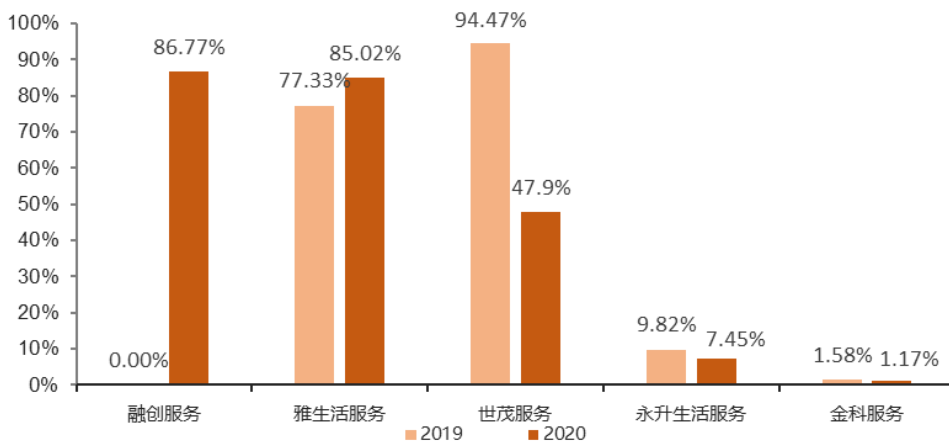


数据来源：公司公告，东北证券

注：按照 2020 年新增在管面积中第三方占比排序



图 21: 物管公司外拓中收并购占比



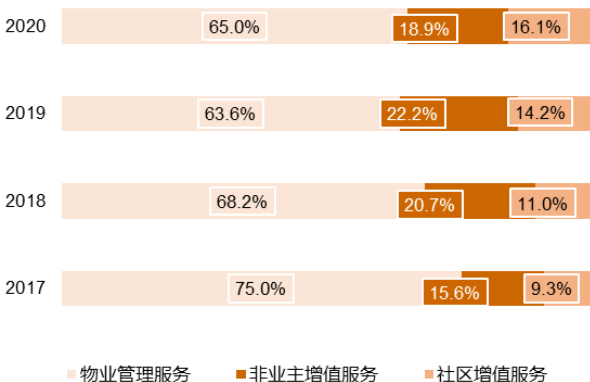
数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 雅生活服务、世茂服务、融创服务根据公告披露的收并购信息计算, 为面积口径; 永升生活服务为年报披露的面积口径; 金科服务未披露相关收并购数据, 用 2020H1 收并购项目收入占比替代

1.6. 关联方依赖度降低, 社区增值服务成为重要利润来源

由于物业管理服务、非业主增值服务、社区增值服务三项为物业公司主要业务, 为统一对比口径, 在不考虑其他业务的情况下, 对各公司三项业务在收入、毛利两端的结构进行梳理对比。从 11 家样本公司的收入和毛利结构来看, 2020 年 11 家物业公司三项主要业务当中基础物管收入占比从 2019 年的 63.6% 提升到 65%, 社区增值服务占比从 2019 年的 14.2% 提升至 16.1%, 非业主增值服务占比从 2019 年的 22.2% 降低至 18.9%, 非业主增值服务占比显著降低, 对关联方直接业务的依赖度明显降低; 2020 年 11 家样本公司三项业务毛利当中基础物管占比从 2019 年的 47% 提升到 52.6%, 社区增值服务占比从 2019 年的 23.8% 提升至 24.8%, 非业主增值服务占比从 2019 年的 29.2% 降低至 22.6%, 社区增值服务占比持续提升, 持平非业主增值服务, 成为利润的重要来源。

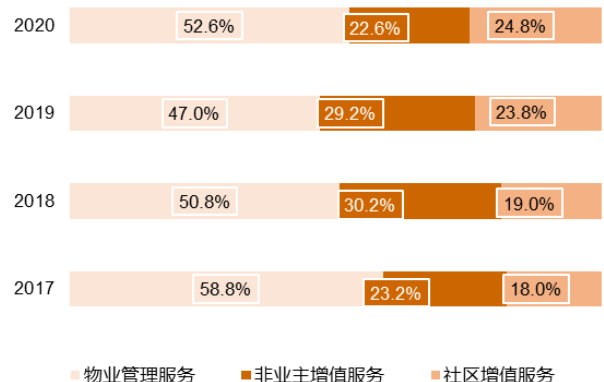
图 22: 物管公司收入结构变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 样本为 11 家重点物业公司, 占比仅考虑上述三项主要业务, 未计入其他业务

图 23: 物管公司毛利结构变化

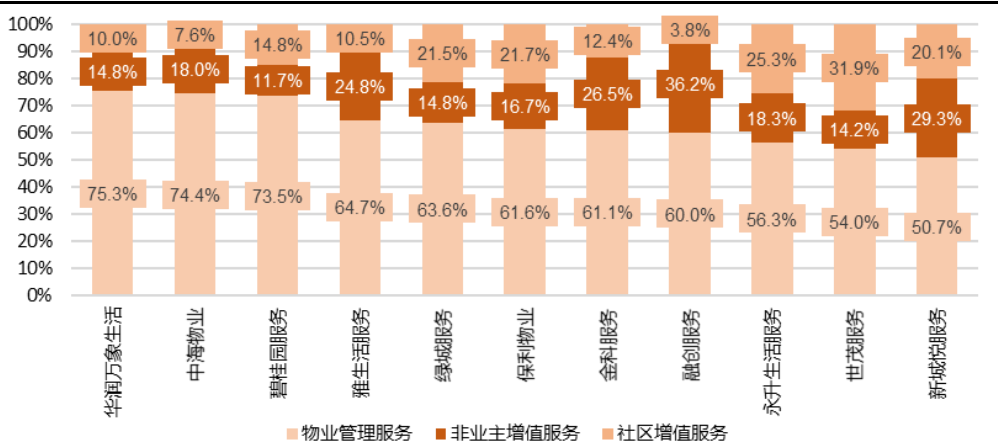


数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 样本为 11 家重点物业公司, 占比仅考虑上述三项主要业务, 未计入其他业务



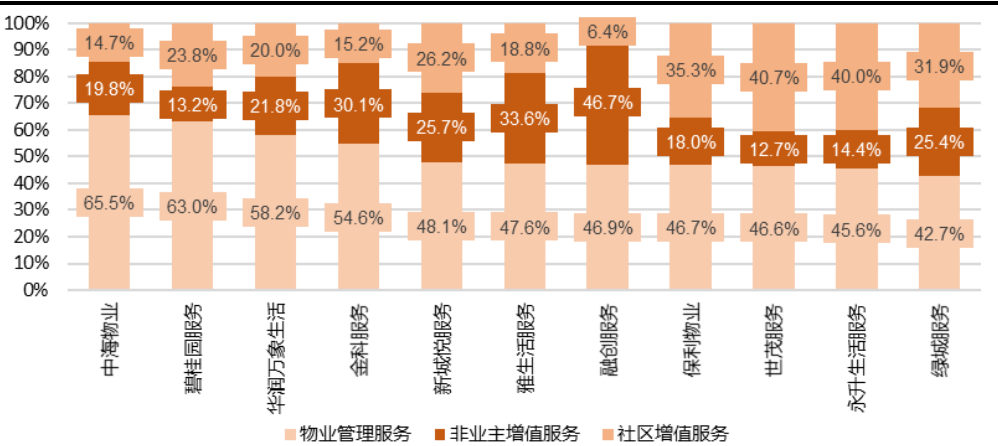
图 24: 2020 年物业公司收入结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 按照 2020 年在基础物管收入占比排序, 占比仅考虑上述三项主要业务, 未计入其他业务, 华润万象生活相关数据仅涉及住宅板块

图 25: 2020 年物业公司毛利结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

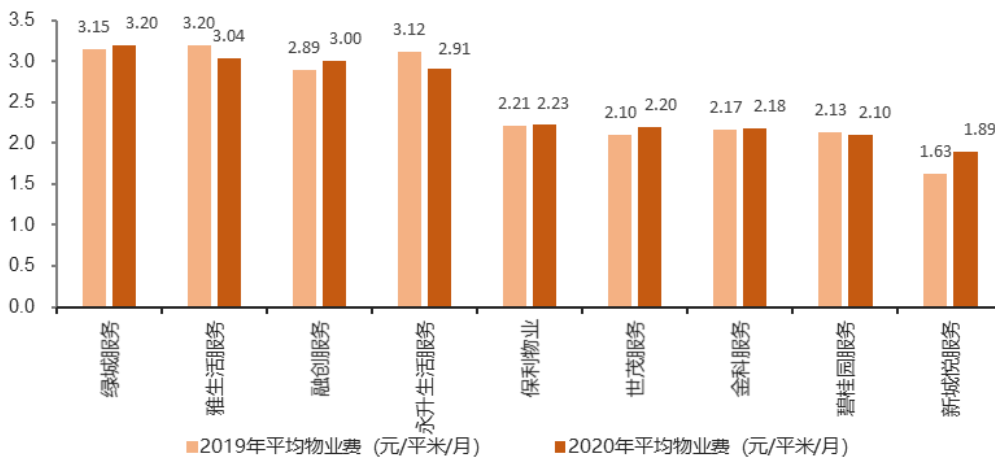
注: 按照 2020 年在基础物管毛利占比排序, 占比仅考虑上述三项主要业务, 未计入其他业务, 华润万象生活相关数据仅涉及住宅板块

1.7. 物业费水平维持稳定, 单面积创收能力改善

同样以上述 11 家物业公司为样本, 从物业费水平的角度来看, 物业费水平变化较小, 整体维持稳定, 绿城服务、雅生活服务、融创服务、永升生活服务的平均物业费在 3 元/平米/月以上, 保利物业、世茂服务、金科服务和碧桂园服务平均物业费在 2-2.5 元/平米/月之间。其中, 根据业绩会披露, 绿城服务 2020 年完成 168 个项目的提价, 占到总项目的 9.8%, 提价率约为 20%, 具备优质口碑的物企的提价逻辑逐渐清晰。



图 26: 物业公司平均物业费水平 (元/平米/月)

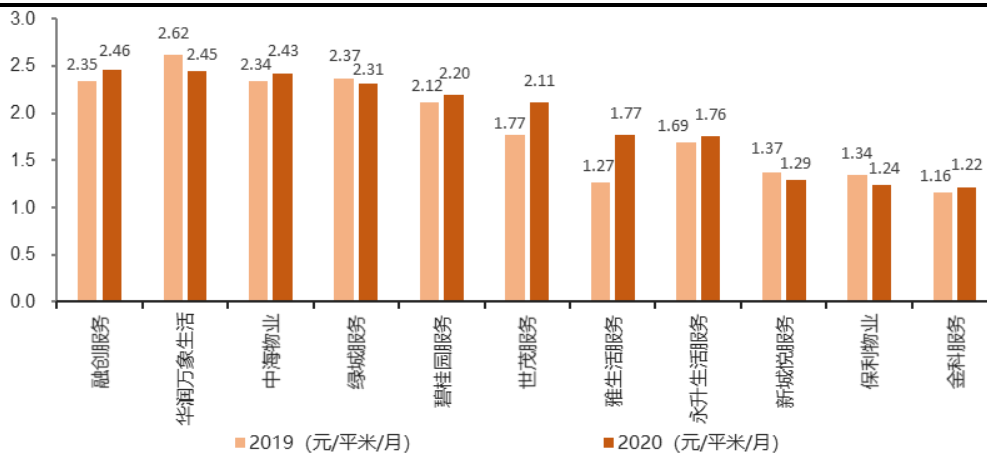


数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 雅生活服务、新城悦服务未披露 2019 年物业费, 沿用 2018 年平均物业费, 永升生活服务、雅生活服务未披露 2020 年物业费, 沿用 2020H1 物业费

我们根据基础物管坪效=基础物管收入/(年初在管面积+年末在管面积)*2/12 和社区增值服务坪效=社区增值服务收入/(年初在管面积+年末在管面积)*2/12 的计算方法, 对重点公司基础物管坪效和社区增值服务坪效进行计算, 并以此评价单位面积创收能力。(由于部分公司未披露住宅业态面积占比, 为统一口径, 除华润万象生活采用披露的住宅板块在管面积计算以外, 其余公司均采用披露的总在管面积进行计算) 根据计算, 11 家样本公司基础物管坪效平均值从 1.85 元/平米/月提升至 1.93 元/平米/月, 社区增值服务坪效平均值从 0.43 元/平米/月提升至 0.5 元/平米/月, 均获得改善。从基础物管坪效上来看, 华润万象生活、融创服务、中海物业、绿城服务依托高城市能级和业主高支付能力, 拥有较高的单面积物业费创收能力; 而在社区增值服务坪效方面, 各公司分化明显, 其中世茂服务、绿城服务增值服务浓度较高, 在单面积增值服务创收能力上优势明显。

图 27: 物管公司基础物管坪效 (元/平米/月)

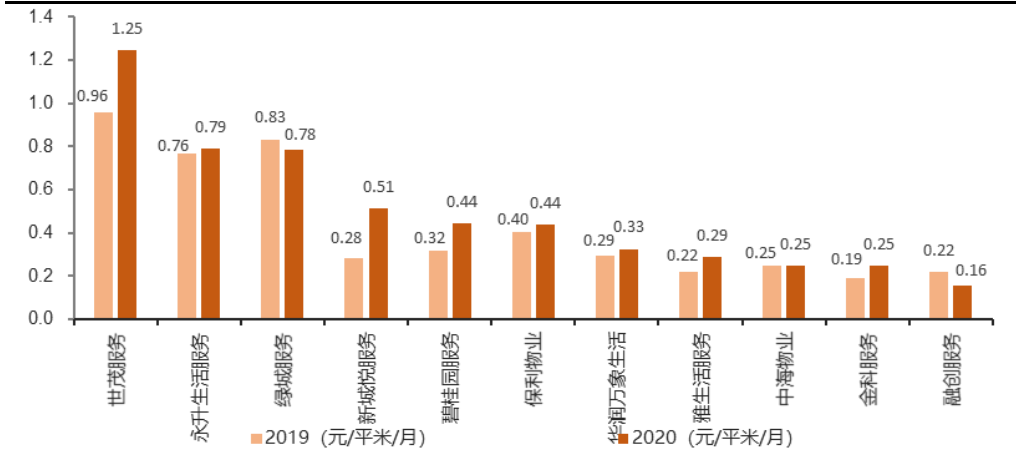


数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 按照 2020 年基础物管坪效排序, 基础物管坪效=基础物管收入/(年初在管面积+年末在管面积)*2/12, 除华润万象生活采用住宅板块在管面积外, 其余公司均采用总在管面积计算



图 28: 物管公司社区增值服务坪效 (元/平米/月)



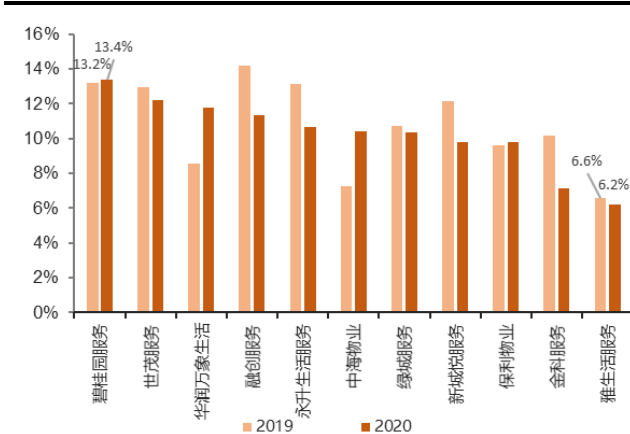
数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 按照 2020 年社区增值服务坪效排序, 社区增值服务坪效=社区增值服务收入/(年初在管面积+年末在管面积)*2/12, 除华润万象生活采用住宅板块在管面积外, 其余公司采用总在管面积计算

1.8. 销管费率持续下行, 营运效率持续提升

销管费用率代表公司整体的费用管控能力, 2020 年, 11 家样本公司的平均销管费用率从 2019 年的 10.8% 降低至 10.3%, 重点公司的营运效率改善明显。从公司层面来看, 金科服务、新城悦服务、永升生活服务、融创服务销管费用率优化尤其显著, 主要原因在于 1) 深耕区域, 项目密度提升, 规模效应摊薄集中管理成本; 2) 科技赋能应用降本增效。

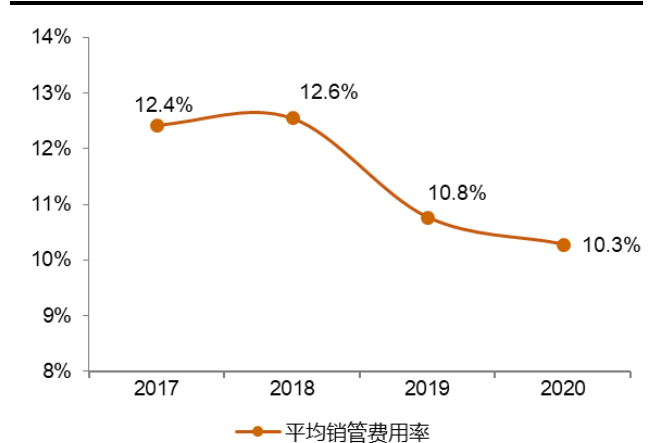
图 29: 物管公司销管费用率对比



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 按照 2020 年在销管费用率排序

图 30: 物管公司平均销管费用率



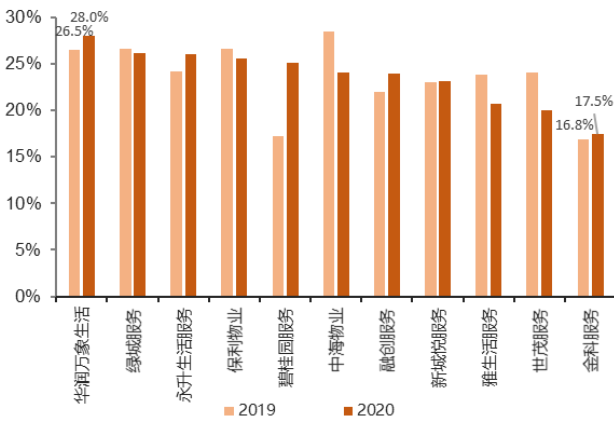
数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 样本为 11 家重点物业公司

在所得税方面, 2020 年样本 11 家物管公司平均所得税率为 23.6%, 与 2019 年持平, 维持平稳。其中金科服务 2020 年所得税率为 17.5%, 虽然较 2019 年的 16.8% 略微升高, 由于高新技术企业资质和深耕西部地区带来的税收优惠政策, 仍保持样本公司中最低的所得税率水平。

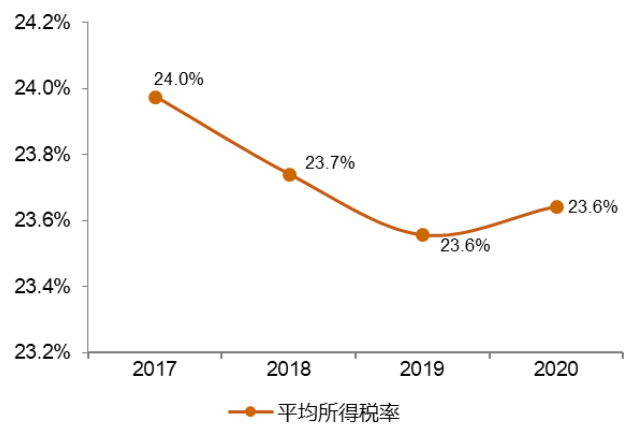


图 31: 物管公司所得税率对比



数据来源: 公司公告, 东北证券
注: 按照 2020 年在所得税率排序

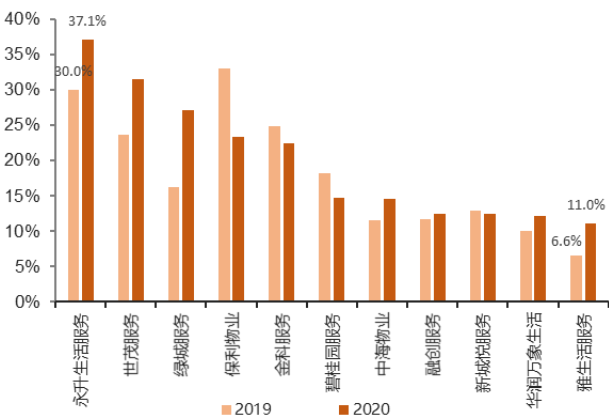
图 32: 物管公司平均所得税率



数据来源: 公司公告, 东北证券
注: 样本为 11 家重点物业公司

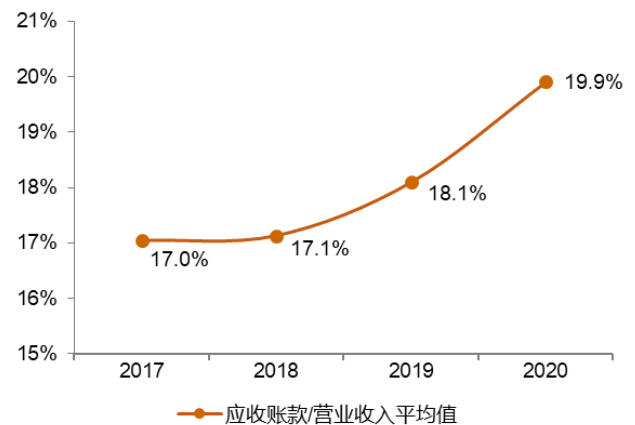
由于物管公司的应收账款主要来源于欠缴物业费, 因此应收账款/营业收入可以衡量当期欠缴物业费在收入当中的比例, 同时从侧面反映业主对物管公司的满意程度, 欠缴比例低代表公司具备较好的业主满意度。从整体来看, 重点公司应收账款/营业收入平均值从 2019 年的 18.1% 提升至 19.9%; 从公司来看, 雅生活服务、华润万象生活、新城悦服务应收账款/营业收入数值较低。

图 33: 物管公司应收账款/营业收入对比



数据来源: 公司公告, 东北证券
注: 按照 2020 年在应收账款/营业收入排序

图 34: 物管公司应收账款/营业收入平均值



数据来源: 公司公告, 东北证券
注: 样本为 11 家重点物业公司

2. 高业绩指引是否能够兑现?

2020 年年报季期间, 多数重点物业公司提出了未来 3-5 年内的高业绩目标, 市场的增长预期被进一步提升, 高业绩指引能否兑现、对未来公司和行业发展是否具备参考性, 成为分析行业未来趋势的重要问题。据此, 我们对各重点物业公司的业绩指引进行整理, 并从行业多个角度对高业绩指引的兑现可能性进行分析。

从各公司归母净利润增速的业绩指引方面来看, 多数基本持平或略低于过去三年内



的增速，业绩目标持续高增。对比各公司归母净利润复合增速，分为以下几档：

第一档：归母净利润复合增速 40%以下：

包括公司：保利物业、中海物业、新大正

这一档的主要特点为 1) 央企背景的物业企业：中海物业和保利物业；2) 公建业态布局较多的企业：新大正和保利物业。

第二档：归母净利润复合增速 40%-60%：

包括公司：碧桂园服务、华润万象生活、永升生活服务、新城悦服务、宝龙商业、卓越商企服务

这一档公司主要特点为 1) 具有强关联方支撑的物企：碧桂园服务；2) 口碑优异/科技能力强/外拓能力强的物企：永升生活服务；3) 商管企业：华润万象生活、宝龙商业、卓越商企服务；4) 基本面各方面良好，不存在明显短板的物企：新城悦服务。多数重点的优质物企位居此档。

第三档：归母净利润复合增速 60%以上：

包括公司：融创服务、世茂服务、时代邻里、佳兆业美好

这一档的主要特点为 1) 次新股前期加大投入获取高业绩增速：世茂服务、融创服务；2) 业绩基数较小的中小型物企：时代邻里、佳兆业美好。这一档的业绩预期主要依托关联方实力、项目密度或现有低基数存在。

表 4：物管公司归母净利润增速及业绩指引

公司名	2017-2020 年	2020 年	业绩指引：	业绩指引：	业绩指引：	详细指引
	CAGR	同比增速	2021 年 同比增速	2021-2023 年 CAGR	2021-2025 年 CAGR	
融创服务	140.90%	122.60%	100%	30-50%	-	利润 2021 年同比翻倍上涨（同比上涨 100%），在 2-3 年的区间，维持 30~50%同比增速
世茂服务	85.40%	80.20%	80%	-	-	2021 年归母净利润同比增长不低于 80%
时代邻里	90.20%	141.50%	76.30%	-	-	2021 年净利润目标 4.1 亿元
佳兆业美好	45.90%	35.40%	60%	-	-	2021 年净利润同比增长 60%
永升生活服务	72.20%	74.40%	50-60%	43.3-53.3%	-	归母净利润 2021 年维持 50%~60%的增长，2022-2023 年维持 40%~50%的增长
卓越商企服务	43.90%	82.10%	53.90%	-	-	2021 年归母净利润超过 5 亿元
碧桂园服务	88.40%	60.80%	-	-	50%	未来五年利润的复合增长率达到 50%
新城悦服务	83.30%	60.40%	-	44.20%	-	公司净利润在 2020 年基础上实现三年三倍目标（对应 2021-2023 年 CAGR44.2%），2023 年归母净利润 13.5 亿元以上，争取达到 14 亿元
宝龙商业	57.20%	70.80%	-	-	40%	未来五年利润复合增速不低于 40%
华润万象生活	28.20%	124.10%	-	-	40%	2021-2025 年核心净利润保持同比增速 40%以上
新大正	22.90%	25.60%	35%	35.90%	30.60%	2021-2025 年净利润同比增速分别达到 35%/41%/32%/24%/23%，对应 CAGR30.6%
中海物业	31.70%	30.20%	-	-	30%	2021-2025 年利润复合增长率均不低于 30%
保利物业	44.20%	37.30%	25%	20-30%	-	归母净利润 2021 年同比增长不低于 25%，2022-2023 年保持 20-30%增速



恒大物业	191.80%	184.70%	-	-	-	-
雅生活服务	82.30%	42.50%	-	-	-	-
金科服务	75.90%	68.50%	-	-	-	-
绿城服务	22.40%	48.80%	-	-	-	-
招商积余	42.40%	52.00%	-	-	-	-
合景悠活	94.10%	74.70%	-	-	-	-
建业新生活	163.10%	82.30%	-	-	-	-
滨江服务	56.60%	91.40%	-	-	-	-
彩生活	16.10%	0.60%	-	-	-	-
星盛商业	45.80%	49.90%	-	-	-	-

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

注：按照业绩指引利润复合增速排序，标黄色为历史增速，标橙色为业绩指引，永升生活服务 2021-2023 年 CAGR 为根据最高最低两种情况计算得到，新大正利润指引为股权激励行权条件推算

从营业收入方面的业绩指引来看，24 家公司当中有 13 家公司给予了明确的营业收入业绩指引，其中恒大物业、金科服务、绿城服务、中海物业、新大正、滨江服务和佳兆业美好共 7 家公司的营收业绩指引增速均超过本公司 2017-2020 年复合增速和 2020 年同比增速，营收方面同样普遍给予了较高的业绩目标。

表 5: 物管公司营业收入增速及业绩指引

公司名	2017-2020 年 CAGR	2020 年同比增速	业绩指引: 2021 年同比增速	业绩指引: 2021-2023 年 CAGR	业绩指引: 2021-2025 年 CAGR	详细指引
世茂服务	68.90%	101.90%	80%	71%	-	2021 年收入同比增长不低于 80%，收入在 2020 年的基础上实现三年五倍的目标(对应 2021-2023 年 CAGR71%)；2021 年基础物管收入占比 60%，社区增值服务收入占比 30%，非业主增值服务收入占比 10%
恒大物业	33.70%	43.30%	-	50-60%	-	2021-2023 年收入复合增长率 50%-60%
金科服务	47.50%	44.30%	-	-	59%	收入 5 年增长 10 倍，(对应 2020-2025 年 CAGR58.5%)
碧桂园服务	71.00%	61.70%	50%	-	50%	未来五年营收的复合增长率达到 50%，2025 年实现千亿营收，2021 年增速不低于 50%，增速先快后慢；2025 年基础物管收入 500 亿元，社区增值服务 300 亿元，商业管理运营 150 亿元，城市服务 200 亿元
滨江服务	40.10%	36.80%	50%	44.20%	-	2021 年收入同比增长 50%以上，三年增长三倍(对应 2021-2023CAGR44.2%)
佳兆业美好	37.30%	37.10%	50%	-	-	2021 年收入增速 50%
新大正	19.80%	25.00%	45%	44.30%	35.70%	2021-2025 年营业收入同比增速需要分别达到 45%/45%/43%/27%/21%，对应 CAGR 35.7%
新城悦服务	49.00%	41.60%	-	44.20%	-	收入实现三年三倍(对应 2021-2023 年 CAGR44.2%)
雅生活服务	78.60%	95.50%	-	40%	-	2021-2023 年每年收入增速 40%以上



绿城服务	25.30%	17.80%	-	-	38%	2020-2025 年营业收入增长五倍 (对应 2021-2025 年 CAGR38%); 2021 年科技服务收入达到 3.1 亿元, 同比增长 100%; 社区增值服务收入增速长期保持 35%以上, 2020-2025 年社区增值服务收入增长五倍 (对应 2021-2025 年 CAGR38%); 2021 年饱和合同金额 50 亿元
银城生活服务	46.50%	38.30%	-	35%	-	未来三年增速不低于 35%
保利物业	35.40%	34.70%	30%	30%	-	收入 2021 同比增长不低于 30%, 2022-2023 年保持 30%左右增速
中海物业	24.90%	19.70%	-	-	30%	2021-2025 年营收复合增长率均不低于 30%
华润万象生活	29.40%	15.50%	-	-	-	-
融创服务	60.80%	63.50%	-	-	-	-
永升生活服务	62.60%	66.10%	-	-	-	-
招商积余	13.60%	42.10%	-	-	-	-
宝龙商业	25.50%	18.60%	-	-	-	-
合景悠活	48.50%	34.90%	-	-	-	-
卓越商企服务	38.70%	37.50%	-	-	-	-
建业新生活	79.30%	51.30%	-	-	-	-
时代邻里	50.20%	62.60%	-	-	-	-
彩生活	30.20%	-6.50%	-	-	-	-
星盛商业	16.70%	14.10%	-	-	-	-

数据来源: 公司公告, 公司官网, 东北证券

注: 按照业绩指引收入复合增速排序, 标黄色为历史增速, 标橙色为业绩指引

在规模方面, 重点公司同样给予较高的增长目标, 以 2021 年在管面积的指引为例, 金科服务、合景悠活、佳兆业美好等公司预期 2021 年在管面积增速均达到 50%以上, 维持规模的高速增长。

表 6: 物管公司规模业绩指引

公司名	2020 年 在管面积 同比增速	2020 年 合约面积 同比增速	业绩指引: 在管面积 复合增速	业绩指引: 合约面积 复合增速	业绩指引: 规模
合景悠活	92.30%	57.60%	100.00%	-	2021 年在管面积达到 2 亿方, 在管面积三年八倍 (对应 2020-2023 年 CAGR100%), 2021-2023 年内新开业 25 家购物中心+9 家写字楼
融创服务	155.10%	67.20%	74%	-	在管面积 2021 年新增 1 亿方, 2021/2022 年新增在管面积中关联方/第三方各占 50%
佳兆业美好	24.40%	43.70%	73.90%	-	2021 年在管面积 1 亿方
滨江服务	71.60%	70.70%	50.00%	-	2021-2023 年在管面积同比增长维持 50%以上
世茂服务	114.20%	99.30%	-	49.80%	2021 年合约面积新增 1 亿方以上, 其中外拓 30%, 内生 10~15%, 收并购 55-60%
永升生活服务	55.90%	63.90%	48.10%	40.30%	2023 年在管面积 3.3 亿方以上, 合约面积 4.5-5 亿方, 2021 年新增外拓合约面积 6000-6500 万方
新城悦服务	68.60%	32.90%	47.90%	32.90%	2021 年在管面积 1.5 亿方以上, 合约面积 2.7 亿方以上, 2021



					年新增的合约面积 7000 万方，第三方项目占比 50%，到 2023 年底，合管比维持 1.5 左右
金科服务	29.60%	11.50%	40.80%	-	2021 年新增在管面积超过 8000 万方（其中关联方 1800-2000 万方，收并购不超过 1/3,其余均为外拓）；2022-2023 年每年新增在管面积超过 1 亿方，其中，关联方占比 20-30%，外拓占比 60-70%，住宅占比 40%，非住占比 60%；2021 年底在管面积达到 4.7 亿方，2025 年在管面积达到 5.5 亿方；2021 年内生性新增合约面积 1 亿方，新增外拓合约面积 7500 万方，新增外拓中 40%住宅，60%非住
碧桂园服务	36.70%	19.80%	36.70%	-	2025 年在管面积超过 18 亿方
银城生活服务	49.80%	39.00%	35.00%	-	2021-2023 年在管面积增速每年不低于 35%
中海物业	20.40%	-	30%	-	2021-2025 年面积复合增长 30%以上
绿城服务	17.90%	20.00%	27.90%	28%	2021 年新拓展面积 1.5 亿方，同比增长 50%；2021 年新拓展面积中 20%来自存量项目；2021 年办公楼、产业园区和城市运营在管面积同比增速超过 30%；2021 年储备面积中 6500-7000 万方转化为在管面积，计划内交付 5000 万方，计划外拓展存量 1500-2000 万方
华润万象生活	28.60%	35.80%	27.60%	-	2021-2025 年外拓面积 2 亿方；2025 年末在管面积超过 4 亿方；2025 年末购物中心开业 150 家，其中外拓 50 家；2021 年购物中心计划开业 13 家，其中外拓 10 家
雅生活服务	60.20%	46.70%	25.40%	-	2021 年底在管面积达到 4.7 亿方
宝龙商业	24.40%	21.50%	-	-	2021-2023 年住宅物业板块合约面积不低于 5000 万方，毛利率提升到 25%以上；2021 年预计新开业 22 个项目，包括宝龙广场项目 13 个，宝龙天地 3 个，宝龙星汇 6 个；2021-2023 年商业板块出租率不低于 95%，开业面积在 1500 万平方米以上
新大正	14.30%	-	-	-	未来保持签约金额 50%以上增速
恒大物业	26.10%	11.90%	-	-	-
保利物业	32.50%	13.90%	-	-	-
招商积余	25.00%	-	-	-	-
卓越商企服务	36.00%	34.80%	-	-	-
建业新生活	75.50%	63.00%	-	-	-
时代邻里	46.20%	271.70%	-	-	-
彩生活	1.10%	0.40%	-	-	-
星盛商业	20.10%	10.40%	-	-	-

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

注：按照业绩指引规模复合增速排序，标黄色为历史增速，标橙色为业绩指引

2020 年物业公司普遍给出高业绩指引，使市场对物业公司未来能否完成目标产生疑问。针对物业公司业绩目标能否达成的问题，我们认为，当前时点下，物业管理行业仍处于高速发展前期，未来仍将保持较高增速，物业公司业绩目标达成的可能性较大。

2.1. 权责体系调整带动角色转换，市场化程度仍较低



首先从权责体系调整来看，物业公司与关联方开发商的关系已经产生转变，随着物业公司陆续分拆上市，愈加被母公司重视，物业公司的角色从原先的成本中心、品牌中心逐渐独立，开始拥有更高的自由度和更大的资源倾斜来发展业务。从2020年主流物业企业的收入利润结构变化和社区增值品类拓展的情况来看，物业公司对关联方依赖度普遍降低，对直接的业务往来依赖度降低，而更多是对已交付项目的长期价值进行挖掘，例如融创服务依托关联方业主的高消费能力，拓展美居、到家服务等生活相关服务。随着物业公司角色转变，获得的资源助力将会逐渐增多，对业绩增长的支撑力度将加强。

另一方面，从当前的市场环境来看，房价持续上涨，而物业费的提价情况仍较少，部分重点一二线城市城市物业费政府指导价数年未更新，整体上物业费价格长期变化较小，而业主支付能力和服务购买意愿的提升使得物业费的潜在提价空间将逐渐扩大，当前市场化程度较低，定价机制尚待完善，市场化潜力尚待挖掘。年初十部委新政策将物业管理作为基层治理的重要部分，对物管扩大覆盖面、完善市场化定价提供政策支持，提价空间和市场化空间正在打开（关于政策具体内容，会在后文详细阐述）。

表 7：部分重点一二线城市住宅物业费政府指导价

城市	更新时间	等级	基准物业费 (有电梯, 元/平米/月)	基准物业费 (无电梯, 元/平米/月)
北京	2004		-	0.90
		一级	-	1.56
		二级	-	2.41
上海	2005	三级	-	3.62
		四级	-	5.37
		五级	-	7.63
		一级	2.80	1.90
		二级	2.32	1.57
广州	2016	三级	1.85	1.25
		四级	1.38	0.93
		五级	0.90	0.60
		一级	-	2.20
		二级	-	1.82
深圳	2019	三级	-	1.36
		四级	-	1.12
		五级	-	0.90
		甲级	2.20	1.80
		乙级	1.70	1.30
杭州	2017	丙级	1.25	0.95
		丁级	0.95	0.75
		一级	0.50	0.90
		二级	0.70	1.20
南京	2021	三级	1.00	1.60
		四级	1.30	2.10



		五级	1.70	2.60
		一级	1.90	1.35
重庆	2017	二级	1.60	1.10
		三级	1.30	0.85
		四级	1.00	0.60
		一级	1.04	1.04
		二级	1.49	1.49
苏州	2014	三级	2.27	2.27
		四级	2.99	2.99
		五级	3.58	3.58
		一级	1.73	0.70
		二级	1.47	0.59
郑州	2014	三级	1.23	0.46
		四级	0.98	0.34
		五级	0.73	0.20
		一级	0.97	0.50
		二级	1.29	0.81
长沙	2010	三级	1.36	0.94
		四级	1.42	1.02
		五级	1.67	1.27

数据来源：上述城市政府官网，东北证券

注：如基准物业费未区分是否有电梯，则计入无电梯进行统计

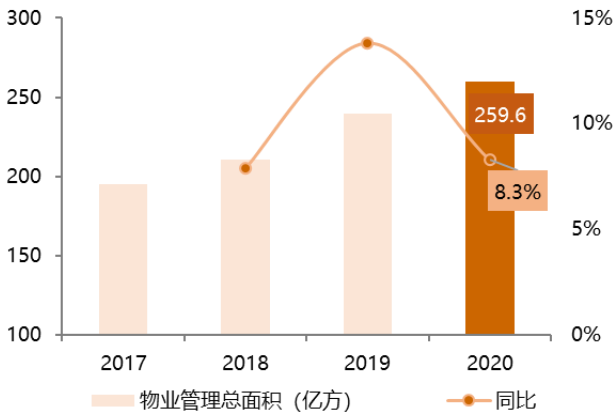
2.2. 行业仍处高速发展前期，空间宽广、格局分散

行业的整体可拓展空间决定了未来发展的上限，据此，我们对物业行业整体以及各细分赛道的市场规模进行测算分析。

物业行业整体而言，根据中指院数据，2020年物业管理行业总管理面积达到259.6亿方，同比增长8.3%。百强物业管理公司的在管面积达到48.79亿方，占总在管面积的比例从2019年的43.6%提升至49.7%，同时2020年物业管理行业TOP10集中度达到10.17%，相比2019年的9.22%上升0.95个百分点。根据克而瑞统计，2020年房地产开发行业的TOP10集中度为21.3%，百强集中度为54.4%，物管行业集中度对比上游房地产开发仍处于较低的水平。对标发达国家来看，2020年国内上市物业企业中在管面积最多的保利物业2020年在管面积为3.8亿方，按在管面积计算，市占率为1.46%；而根据公告披露，2020年北美物管龙头First Service在北美地区的市占率达到6%，差距明显。由此来看，中国物管行业仍处于相对分散待整合的状态。

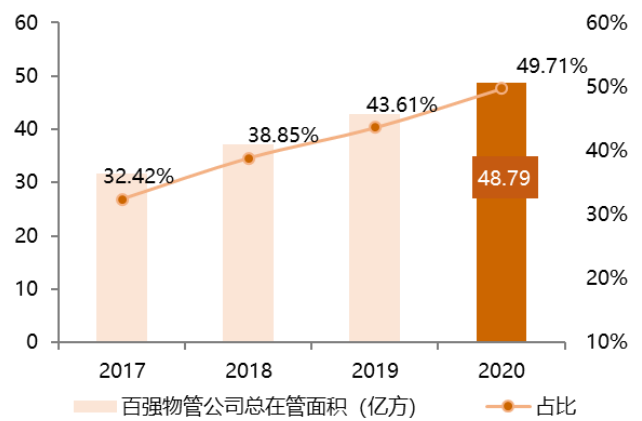


图 35: 物业管理行业总管理面积 (亿方) 及同比



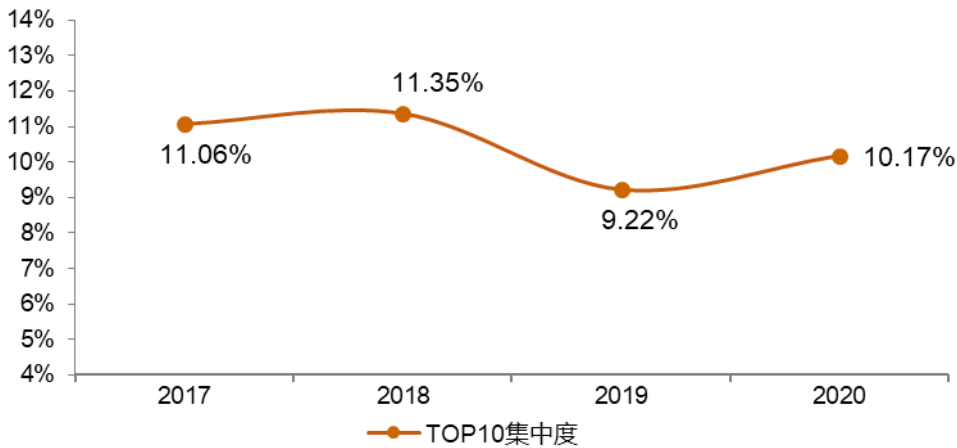
数据来源: 中指院, 东北证券

图 36: 百强物管公司在管面积 (亿元) 及占比



数据来源: 中指院, 东北证券

图 37: 物管行业 TOP10 集中度



数据来源: 中指院, 东北证券

住宅物管整体规模空间的测算:

我们对住宅物业管理的整体规模进行测算, 主要的测算思路如下:

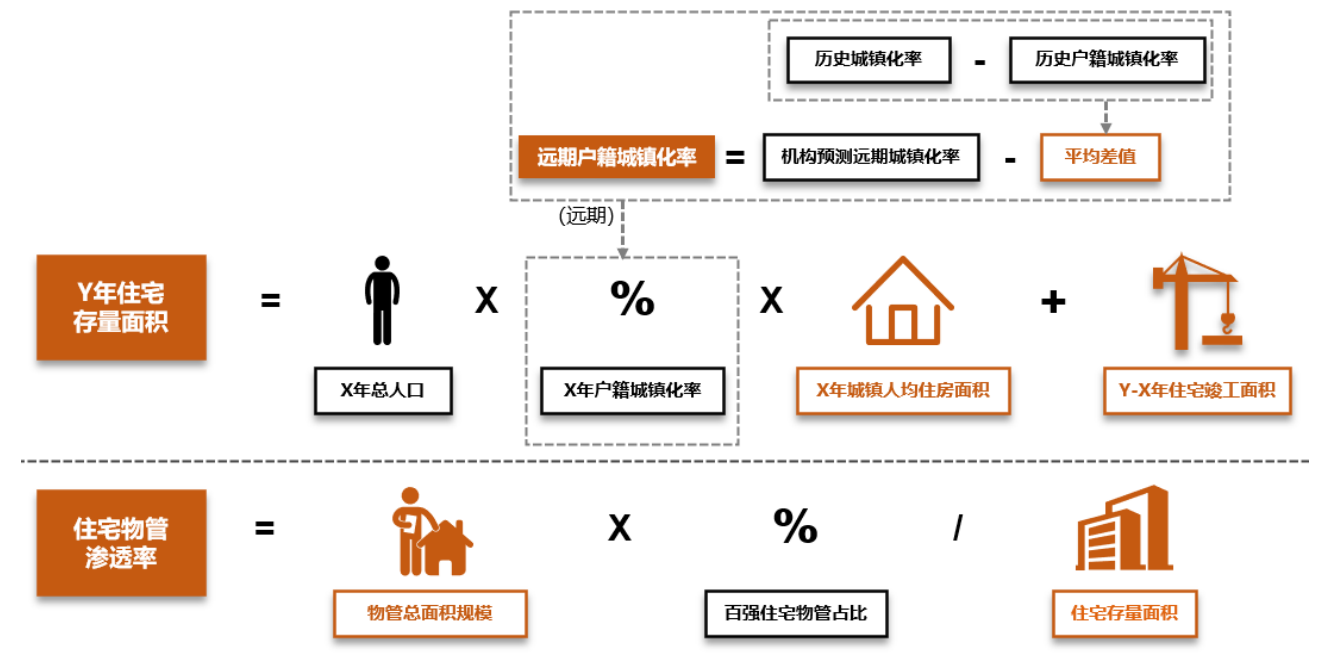
1) 当前面积规模空间: 首先以有国家统计局披露城镇人均住宅面积数据的年份为时间基点, 通过户籍城镇人口与城镇人均住宅建筑面积的乘积得到基年的全国城镇住宅存量面积, 并叠加此后至 2020 年的住宅总竣工面积得到 2020 年全国住宅总存量面积。同时, 根据中指院披露的物管行业总规模, 以百强物企中住宅的比例作为住宅物管的整体占比, 将物管总面积规模乘以住宅业态占比得到住宅物管总规模, 并将住宅物管总规模除以城镇住宅存量面积计算出 2020 年住宅物业管理的渗透率。

2) 远期面积规模空间: 根据中国社科院发布的《人口与劳动绿皮书: 中国人口与劳动问题报告 No.19》(以下简称“绿皮书”), 中国将在 2030 年以后进入城镇化后期, 届时总人口开始负增长, 城镇化将到达明显的减速拐点, 城镇化率逐渐趋于稳定, 新增住宅需求将大幅减少。由此我们将 2030 年作为远期对住宅物管市场规模进行测算。我们观察到, 过去 4 年内户籍城镇化率与城镇化率的差值维持稳定, 因此首先计算过去 4 年内户籍城镇化率和城镇化率的平均差值, 并将《绿皮书》预测的 2030 年城镇化率减去平均差值计算得到 2030 年户籍城镇化率; 由户籍城镇化率乘以《绿



皮书》预测的 2030 年总人口数得到 2030 年户籍城镇人口数，再由户籍城镇人口数乘以社科院预测的 2030 年城镇人均住宅面积得到 2030 年的远期全国住宅存量规模，在不考虑渗透率变化的情况下，对 2020-2030 年整体住宅物管规模的可提升空间进行测算，同时对 2030 年完成住宅物管全覆盖情况下的住宅物管规模可提升空间进行测算。

图 38：住宅物管面积规模及渗透率测算



数据来源：东北证券

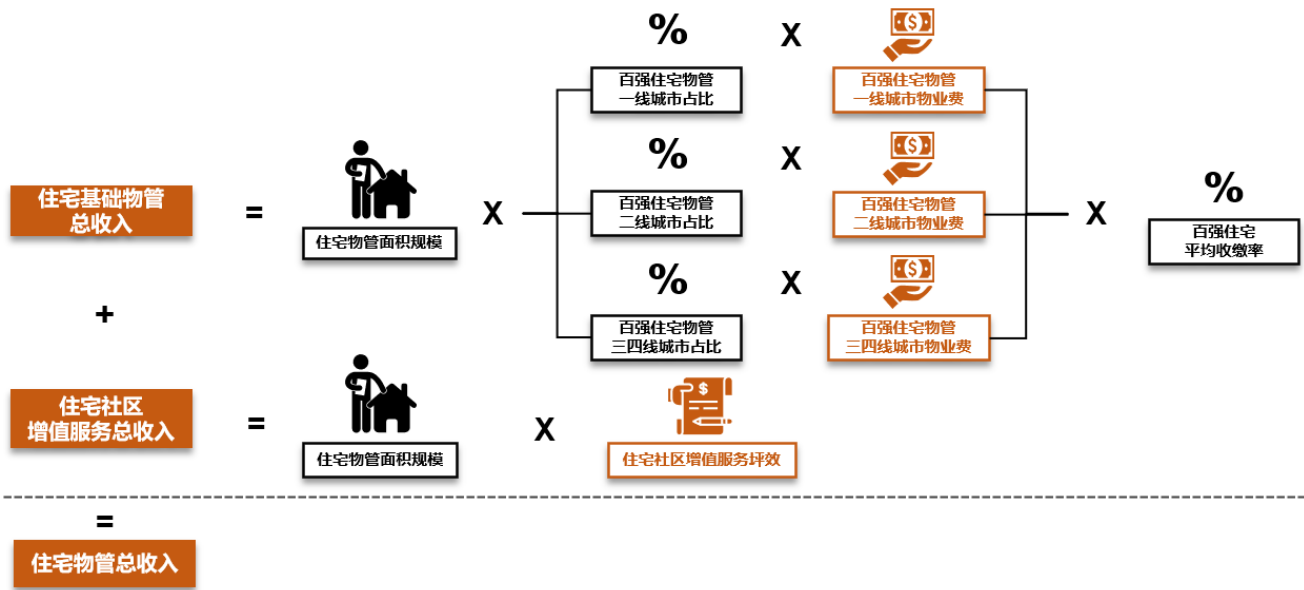
3) 当前收入规模空间：由于非业主增值服务对关联方的依赖度较高，业务收入增长与物业服务运营能力相关性较小，且业务受房地产开发周期等影响明显，波动较大，其收入提升难以预测且参考意义较小。因此，我们不对非业主增值服务收入做具体测算，而把基础物业服务 and 社区增值服务两方面的收入之和作为行业收入规模进行测算。

a) 基础物业服务方面，由于当前市面上缺少行业整体平均物业费水平的具体数据，我们选取中物研协统计的 500 强物企相关数据进行测算。首先，以中物研协统计的 500 强物企住宅物管面积在一线、二线、三四线城市的占比分别乘以前文测算的住宅物管总面积得到各线城市的住宅物管面积，并将其分别乘以中物研协统计的 500 强物企在各线城市的平均物业费，加总后乘以中物研协统计的百强住宅平均收缴率，即可得到住宅基础物管总收入规模；

b) 社区增值服务方面，同样由于缺少行业整体数据，根据中物研协统计的百强物企数据进行计算。将百强物企社区增值服务总收入除以百强物企管理面积（当年管理面积=（年初管理面积+年末管理面积）/2），可得到百强物企社区增值服务坪效，再乘以前文计算的住宅物业管理总面积即可得到社区增值服务总收入。最后，将基础物管总收入与社区增值服务总收入相加即为住宅物管收入规模。



图 39: 当前住宅物管收入规模测算



数据来源：东北证券

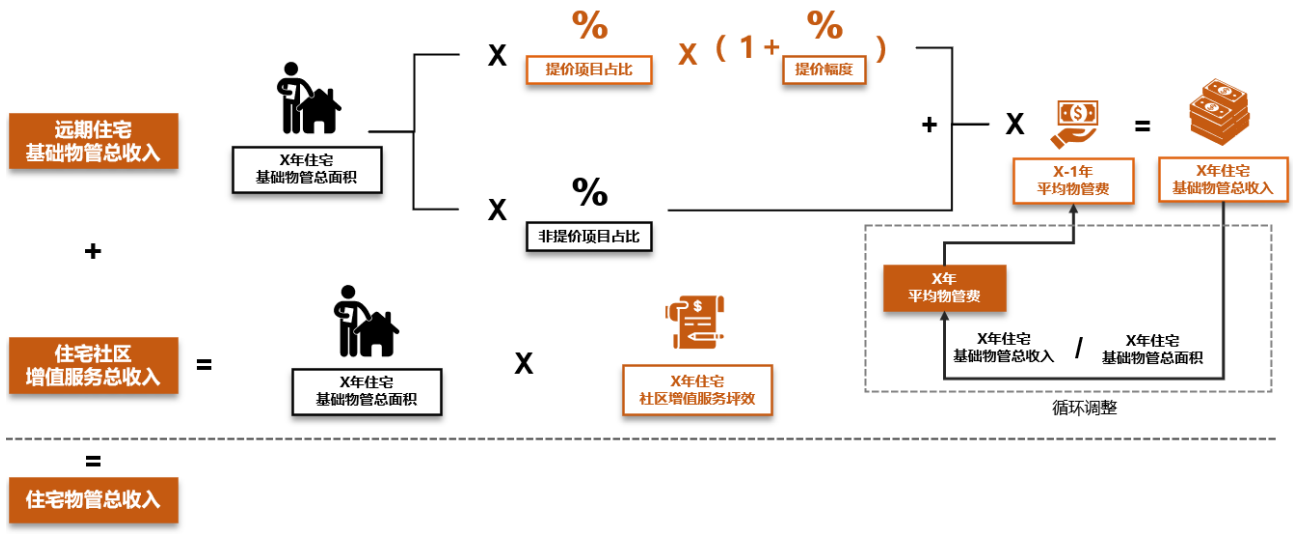
4) 远期收入规模空间:

a) 基础物业方面, 参考多方面数据进行假设测算。首先, 绿城服务业绩发布会披露, 2020 年公司完成 10% 的项目提价, 平均提价幅度约为 20%, 以此作为物业费提价假设的参考; 我们认为, 在年初十部委政策发布及主要一二线城市陆续开始实施物管条例的情况下, 业委会组建率将获得提升, 预计住宅小区项目提价情况逐渐增多。将绿城服务 2020 年 10% 的项目提价作为参考, 对行业每年提价面积占比为 5%/10%/20% 三种情况进行假设, 并假设每年价格提升幅度为 20%。因此, 我们假设 2030 年住宅物管渗透率为 80%, 将提价项目的面积占比乘以年初住宅物管面积, 得到提价项目的总面积, 按照(年初住宅物管面积+年末住宅物管面积) /2-提价项目总面积的计算方法得到未提价项目面积; 将提价项目总面积乘以当年平均住宅物管费并溢价 20% 得到提价项目总收入, 加上未提价项目总收入后, 乘以收缴率推算得到当年住宅基础物管总收入, 重复上述计算至 2030 年, 便可计算出远期三种假设下的住宅基础物管收入规模 (考虑到 2020 年业委会组建率较低情况下收缴率提升不明显, 而在业委会组建率增加后物业费收缴率将达到提升, 假设 2020 年的收缴率沿用 2019 年 500 强的 91.07%, 并假设收缴率匀速增加至 2030 年达到 95%)。

b) 社区增值服务远期收入上, 考虑到当前社区增值服务仍处于相对初级的阶段, 仍存在较大的深化空间, 但后期由于高基数增速放缓, 因此我们以略低于 2016-2019 年的坪效复合增速对 2020-2030 年的复合增速进行假设, 以此推算 2030 年社区增值服务坪效, 并将其乘以 2030 年住宅物管面积, 即可得到 2030 年社区增值服务总收入。



图 40: 远期住宅物管收入规模测算



数据来源: 东北证券

下面阐述具体测算过程:

1) 由于国家统计局最近公布的城镇人均住房面积在 2018 年, 我们根据国家统计局发布的《2018 年国民经济和社会发展统计公报》的数据来看, 户籍人口城镇化率为 43.37%, 根据总人口可推算出 2018 年城镇户籍人口为 60518 万人。而国家统计局发布的《建筑业持续快速发展, 城乡面貌显著改善——新中国成立 70 周年经济社会发展成就系列报告之十》中公布, 2018 年城镇人均住房面积为 39 平方米, 据此推算 2018 年城镇住宅存量规模为 236 万方。在此基础上, 叠加 2019-2020 年住宅竣工面积, 则 2020 年城镇住宅存量规模为 249.4 亿方。

从渗透率的角度来看, 中指院统计 2020 年中国物业管理总规模为 259.6 亿方, 2019 年百强物企中住宅在管面积占比为 68.88%, 将百强物企中住宅在管面积占比作为整体住宅在管面积占比进行计算(由于 2020 年未披露百强物企中在管面积占比, 沿用 2019 年占比), 则 2020 年住宅物业总在管面积为 178.8 亿方, 以住宅物管市场渗透率=住宅物管规模/城镇住宅存量规模进行计算, 则 2020 年住宅物管渗透率为 71.7%, 仍具备较大提升空间。

表 8: 全国住宅物业管理市场规模测算

年份	总人口 (万人)	户籍城镇化率	城镇户籍人口 (万人)	住宅竣工面积 (亿方)	城镇住宅存量 规模(亿方)	住宅物管规模 (亿方)	住宅物管 渗透率
2018A	139538	43.37%	60518	6.6	236.0	155.7	66.0%
2019A	-	-	-	6.8	242.8	165.1	68.0%
2020A	-	-	-	6.6	249.4	178.8	71.7%

数据来源: 国家统计局, 中指院, 东北证券

2) 远期方面, 根据《绿皮书》预期, 2030 年中国将进入城镇化后期, 城镇化率达到 70%。从历史数据来看, 2016-2019 年城镇化率和户籍人口城镇化率的差值维持稳定, 平均差值约为 16.2 个百分点, 由此推算, 2030 年的户籍人口城镇化率为 53.8%。根据《绿皮书》预测, 2029 年总人口达到峰值的 14.42 亿, 之后进入负增长, 假设 2030 年维持 2029 年峰值人口, 则将峰值 14.42 亿人口乘以户籍城镇化率可得 2030 年城



镇户籍人口 7.76 亿人。根据社科院城市与竞争力研究中心主任倪鹏飞于 2020 年“全球经济与政策选择”线上交流会公布的预测结果，2030 年中国城镇人均住房面积将达到 45 平方米，因此我们假设 2030 年城镇人均住房面积为 45 平方米，则 2030 年城镇住房总存量为 349.1 亿方。不考虑渗透率变化的情况下，住宅物管面积规模相比 2020 年仍有 40%的提升空间，对应 2020-2030 年每年平均增长规模为 7.15 亿方，对应 2020-2030 年复合增速 3.4%；若假设至 2030 年住宅物业管理完成全覆盖，即渗透率达到 100%，则 2020-2030 年住宅物管面积规模仍有 95.2%的提升空间，对应 2020-2030 年每年平均增长规模为 17.03 亿方，对应 2020-2030 年复合增速为 6.9%。

3) 收入规模方面，由于中物研协最新统计相关数据是在 2019 年，且年初新政策以前物业费提价情况较少，因此沿用 2019 年数据至 2020 年进行计算。

a) 在基础物管收入方面，首先根据中物研协披露，2019 年 500 强物企一线/二线/三四线城市管理面积占比分别为 11.69%/46.11%/41.69%，由于我们不考虑海外住宅物管的情况，将国内管理面积作为 100%对上述数据进行调整，调整后一线/二线/三四线城市管理面积占比分别为 11.75%/46.35%/41.9%，据此推算 2020 年一线/二线/三四线城市住宅物管面积分别为 20.2/79.7/72.1 亿方（按照(年初管理面积+年末管理面积)/2 得到当年管理面积），分别乘以 2019 年一线/二线/三四线城市的平均住宅物业费 2.8/2.15/1.88 元/平米/月可得，2020 年一线/二线/三四线城市基础物管收入分别为 678.9/2056.1/1625.5 亿元，汇总后乘以 2019 年百强物企住宅业态平均收缴率 91.07%，可推算 2020 年住宅基础物管总收入为 3971 亿元；

b) 社区增值服务收入方面，由于中物研协未披露 2016 年相关数据，因此根据 2015 年和 2017 年数据推算 2016 年百强物企的社区增值服务收入和管理面积，由此根据社区增值服务坪效=社区增值服务收入/(年初管理面积+年末管理面积)*2 得到根据各年社区增值服务坪效，推算可得 2016/2017/2018/2019 年社区增值服务坪效为 0.21/0.22/0.26/0.37 元/平米/月，2016-2019 年复合增长率 21.3%，假设 2020 年社区增值服务同比增速即为复合增速 21.3%，则 2020 年社区增值服务坪效为 0.45 元/平米/月，将其乘以上文计算的 2020 年住宅总面积（按照(年初管理面积+年末管理面积)/2 得到当年管理面积），得到 2020 年社区增值服务总收入为 937.3 亿元。综合两方面收入，不考虑非业主增值服务的情况下，2020 年住宅物业管理收入规模为 4908 亿元。

4) 远期收入规模方面，

a) 根据前文的测算，2020 年基准年的住宅平均物管费约为 2.11 元/平米/月，则年平均物管费为 25.36 元/平米/年。首先假设 2030 年住宅物管渗透率 80%，则 2030 年住宅物管总面积 279.3 亿方，并以恒定增速反推之前年份面积规模。其后，将 2020 年住宅平均物管面积乘以假设的 5%/10%/20%提价面积占比，则 2021 年 5%/10%/20%占比假设下的提价面积分别为 8.9/17.9/35.8 亿方，未提价面积分别为 173.9/165/147.1 亿方，将提价部分的收入溢价 20%，两部分加总后可得 100%收缴情况下基础物管总收入为 4683/4728/4819 亿元。根据假设 2030 年收缴率 95%，则 10 年间收缴率每年新增 0.39 个百分点，则 2021 年收缴率为 91.5%，推算得到 2021 年住宅基础物管总收入在 5%/10%/20%提价面积占比假设下分别为 4283/4325/4408 亿元。重复以上步骤至 2030 年，推算可得 2030 年 5%/10%/20%提价占比假设下，住宅基础物管总收入分别为 7254/7988/9659 亿元，分别较未提价情况下提升 10.2%/21.4%/46.8%，对比 2020 年的提升空间为 82.7%/101%/143.2%，对应 2020-2030 年复合增速分别为 6.2%/7.2%/9.3%。



b) 社区增值服务方面, 根据前文测算的 2016-2019 年社区增值服务坪效增速复合增长率 21.3%, 考虑到后期坪效基数增大而增速放缓, 假设 2020-2030 年坪效复合增速为 15%, 推算可得 2030 年社区增值服务坪效为 1.74 元/平米/月, 则得到 2030 年社区增值服务总收入为 5711 亿元。

综合来看, 前文 5%/10%/20%提价面积占比的三种假设下, 除非业主增值服务外的 2030 年远期住宅物管总收入规模分别为 12965/13699/15370 亿元, 对比 2020 年提升空间分别为 164.2%/179.1%/213.2%, 对应 2020-2030 年每年平均增长 806/879/1046 亿元, 对应 2020-2030 年复合增速 10.2%/10.8%/12.1%。

表 9: 住宅基础物管收入测算

年份	年末基础	平均基础	项目提价面积 (亿方)			收缴率	住宅物管总收入 (亿元)			总收入提升幅度		
	物管面积 (亿方)	物管面积 (亿方)	5% 提价	10% 提价	20% 提价		5% 提价	10% 提价	20% 提价	5% 提价	10% 提价	20% 提价
2020	178.8	-	-	-	-	91.1%	-	-	-	-	-	-
2021	187.0	182.9	8.9	17.9	35.8	91.5%	4283	4325	4408	1.0%	2.0%	3.9%
2022	195.5	191.2	9.3	18.7	37.4	91.9%	4542	4630	4809	2.0%	3.9%	8.0%
2023	204.4	199.9	9.8	19.5	39.1	92.2%	4816	4957	5248	3.0%	6.0%	12.2%
2024	213.7	209.1	10.2	20.4	40.9	92.6%	5106	5307	5726	4.0%	8.1%	16.6%
2025	223.5	218.6	10.7	21.4	42.7	93.0%	5414	5681	6248	5.0%	10.2%	21.1%
2026	233.7	228.6	11.2	22.3	44.7	93.4%	5741	6082	6817	6.0%	12.3%	25.9%
2027	244.3	239.0	11.7	23.4	46.7	93.8%	6087	6511	7437	7.0%	14.5%	30.8%
2028	255.4	249.9	12.2	24.4	48.9	94.2%	6453	6970	8114	8.1%	16.8%	35.9%
2029	267.1	261.3	12.8	25.5	51.1	94.6%	6842	7462	8853	9.2%	19.0%	41.2%
2030	279.3	273.2	13.4	26.7	53.4	95.0%	7254	7988	9659	10.2%	21.4%	46.8%

数据来源: 中指院, 国家统计局, 中物研协, 东北证券

注: 基础物管面积=(年初基础物管面积+年末基础物管面积)/2, 总收入提升幅度=提价后总收入/提价前总收入-1, 假设提价项目每年提价幅度为 20%, 假设 2020-2030 年间住宅物管面积增速不变

商办住宅物管市场规模空间的测算:

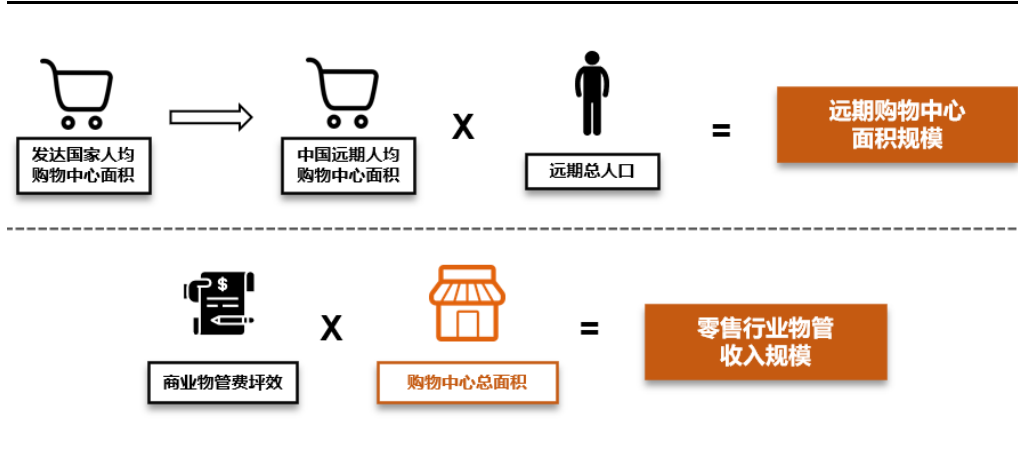
我们对零售商业和写字楼物业管理的市场规模分别进行测算, 主要的测算思路如下:

1) 零售商业: 由于主流发达国家零售商业成熟且规模稳定, 人均购物中心面积规模维持平稳, 通过对标主流发达国家的人均购物中心面积可预测中国远期的人均购物中心面积。根据《绿皮书》预测的 2030 年为中国城镇化后期开端, 可预计其后购物中心的规模将趋于稳定, 因此将 2030 年作为远期的测算基准年份, 根据国际购物中心协会和赢商网统计的各国人均购物中心面积, 将发达国家人均水准作为中国人均购物中心面积的远期标准, 乘以《绿皮书》预测的 2030 年总人口即可得到 2030 年中国购物中心总规模。收入方面, 由于商业运营收入与租金关联性较大, 需要根据商业地产未来整体租金水准进行预测, 本文不做具体测算, 仅基于面积与坪效变化对物业费收入进行测算。具体而言, 延续前文住宅社区增值服务的测算方法, 根据中物研协百强物企统计的数据, 将统计的百强物企商业物业费单面积创收作为商业物管费坪效进行计算, 假设 2020 年的坪效增速为 2015-2019 年的坪效复合增速, 对 2020 年坪效进行计算。由于坪效增长随基数增大放慢, 且远期基础物管费存在上限, 假设 2020-2030 年坪效增速均匀降低, 直至 2030 年停止增长, 以此推算 2030 年的物管费坪效。最后将 2020 年和 2030 年的商业物管费坪效分别乘以购物中心面积,



得到商业物管收入规模。

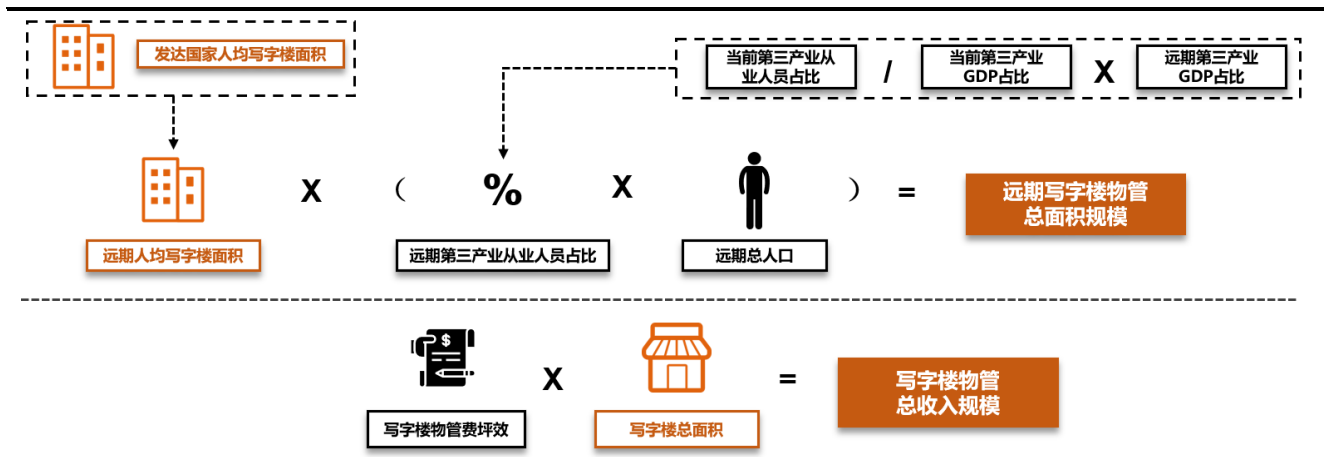
图 41: 零售商业物管市场规模测算



数据来源: 东北证券

2) 写字楼: 由于写字楼主要服务于第三产业, 我们以第三产业从业人数为基数, 根据不同国家写字楼存量面积, 计算不同国家人均写字楼面积, 由于发达国家写字楼规模已处于稳定状态, 我们将发达国家当前的稳定水准作为中国的远期人均写字楼面积标准, 同时由于《绿皮书》预期中国 2030 年开始进入城镇化后期, 随着城镇化率逐渐平稳, 第三产业从业人员数量也将进入稳定状态, 因此我们将 2030 年作为远期进行测算。在第三产业从业人员数量方面, 我们根据社科院预测的 2030 年中国产业结构, 假设第三产业产值占比与第三产业从业人员占比保持同频变化(比值不变), 将当前的二者比值乘以 2030 年第三产业产值占比, 即可得到 2030 年第三产业从业人员占比, 再乘以 2030 年中国总就业人口可得 2030 年第三产业从业人数。最后, 将远期中国人均写字楼面积乘以 2030 年第三产业从业人数, 便可得到 2030 年的远期中国写字楼总面积。收入方面, 与商业的测算方式类似, 由于中物研协未披露单面积创收, 以百强写字楼物管费收入/(年初百强管理面积+年末百强管理面积)*2 得到过去数年的物管费坪效, 并假设坪效增速均匀变化至 2030 年坪效不再变化, 对 2030 年坪效进行推算, 乘以前文测算的 2030 年总面积得到 2030 年写字楼物管费总收入。

图 42: 写字楼物管市场规模测算



数据来源: 东北证券



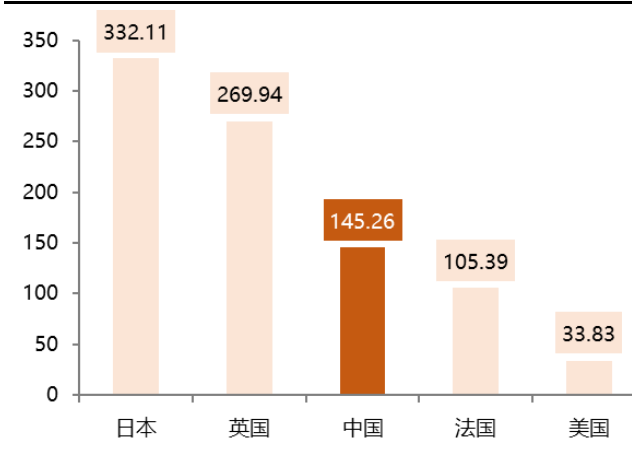
具体测算过程如下:

1) 零售商业: 购物中心方面, 根据赢商网最新数据, 2020 年中国购物中心总存量面积达到 4.4 亿平米。由于 2021 年第七次人口普查的进行, 国家统计局未在国民经济和社会发展统计公报披露 2020 年人口数据, 因此采用“七普”统计的大陆地区总人口 14.12 亿(截至 2020 年 11 月)进行计算。将购物中心总存量面积除以总人口, 可得 2020 年中国人均购物中心面积为 0.31 平米。根据国际购物中心协会最近一次披露的数据, 2019 年美国人均购物中心面积达到 2.15 平米, 主要来源于其较低的人口密度、发展较为成熟的购物中心零售体系, 而其他主流发达国家英国、日本、法国的人均面积分别为 0.43、0.41、0.4 平米。参考 Index mundi 披露的 2019 年数据, 中国人口密度为 145.26 人/平方千米, 美国人口密度为 33.83 人/平方千米, 英国/日本/法国人口密度分别为 269.94/105.39/332.11 人/平方千米, 中国人口密度远高于美国, 而居于英国与法国之间, 因此以参考性较强的英国、法国两国均值作为标准, 则 2030 年远期标准下中国人均购物中心面积为 0.42 平米, 乘以《绿皮书》预测的 2030 年总人口 14.42 亿人, 可得 2030 年中国购物中心规模为 6.06 亿方, 对比 2020 年的 4.4 亿方, 仍有 37.7% 的提升空间, 对应 2020-2030 年每年平均增长规模约为 0.17 亿方, 对应 2020-2030 年复合增速为 3.3%。从收入来看, 2015/2019 年商业物管坪效为 24.16/29.27 元/平米/年, 复合增速为 4.9%, 将其作为 2020 年同比增速, 则 2020 年商业物管坪效为 30.71 元/平米/年, 乘以前文所述 2020 年购物中心总面积 4.4 亿方, 可得 2020 年购物中心总物管收入为 135.1 亿元;根据假设, 2020-2030 年商业物管坪效增速均匀降低, 则坪效增速每年降低 0.49 个百分点, 推算得到 2030 年商业物管坪效为 38.18 元/平米/年, 因此 2030 年远期购物中心物管收入规模为 231.4 亿元, 对比 2020 年可提升空间为 71.3%, 对应 2020-2030 年复合增速 5.5%。

2) 写字楼: 由于写字楼总存量规模数据较少, 我们选取 The Balance、Statista、智研咨询等机构统计的各国写字楼面积进行计算。综合三家机构的数据, 2019 年中国/美国/日本的写字楼总面积分别为 4.18/3.72/3.19 亿方。结合中国国家统计局与 Statista 披露的数据, 根据第三产业从业人数=总人口*就业率*第三产业从业人员占比计算可得中国/美国/日本第三产业从业人数分别为 3.67/1.57/0.56 亿人, 则中国/美国/日本人均写字楼面积分别为 1.14/2.36/2.5 平米, 由于中国与美国人口体量相对更接近, 且第三产业均分布于多个城市圈, 可比性较强, 以美国作为对标, 则中国 2030 年远期人均写字楼面积为 2.36 平米。之后, 我们对从业人数进行预测, 根据社科院发布的《人口与劳动绿皮书: 中国人口与劳动问题报告 No.20》预测, 2030 年中国三产产值比重为 15:28:57, 假设第三产业产值占比与第三产业从业人员占总人口比重保持同频变化, 则 2030 年第三产业从业人员占总人口的 27.8%, 计算可得 2030 年中国第三产业从业人数为 4.01 亿人, 乘以远期人均写字楼面积, 得到 2030 年中国写字楼规模为 9.46 亿方, 对比 2019 年的 4.18 亿方, 规模提升空间为 126.3%, 对应 2019-2030 年平均每年新增 0.48 亿方, 对应 2019-2030 年复合增速为 7.7%。收入方面, 根据中物研协数据计算, 2015/2019 年百强物企写字楼物管费坪效分别为 4.13/3.4 元/平米/月, 复合增速-6.3%。将 2019 年物管费坪效乘以 2019 年写字楼面积, 得到写字楼物业费总收入 207 亿元。根据假设, 坪效增速均匀变化至 2030 年不再变化, 则增速每年下降 0.57 个百分点, 推算可得 2030 年坪效为 2.31 元/平米/月, 则 2030 年写字楼物管收入为 262.2 亿元, 对比 2019 年提升空间为 26.7%, 对应 2019-2030 年复合增速 2.2%。



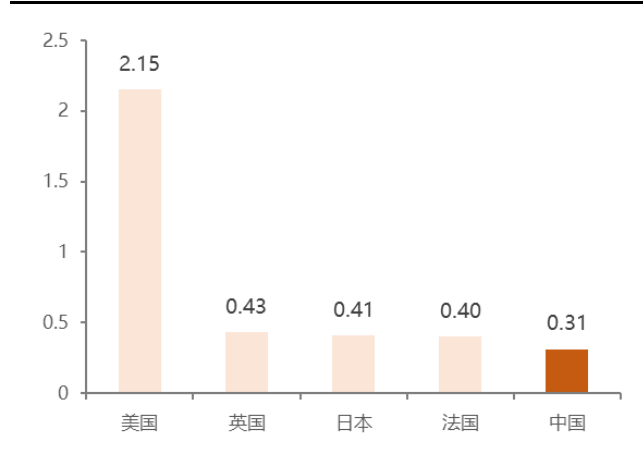
图 43: 各国人口密度对比 (人/平方千米)



数据来源: Index mundi, 东北证券

注: 为 2019 年数据

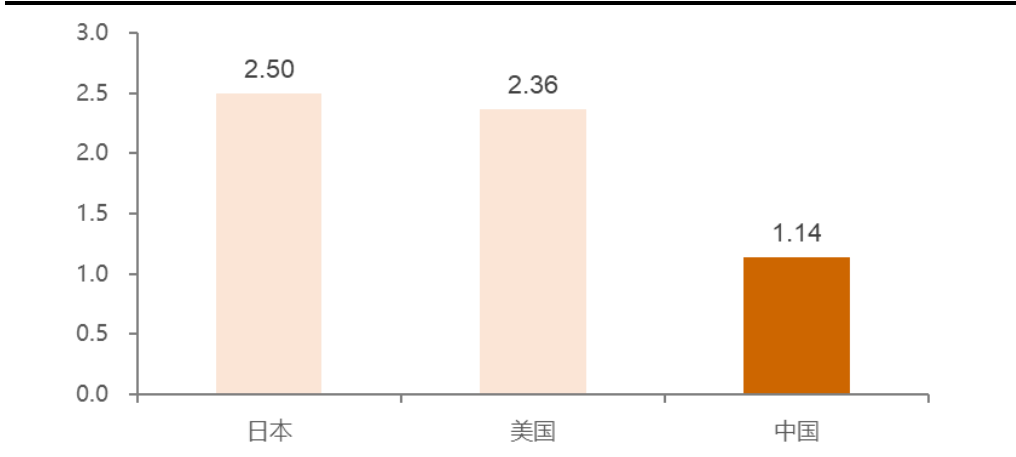
图 44: 各国人均购物中心面积对比 (平米)



数据来源: 国际购物中心协会, 赢商网, 国家统计局, 东北证券

注: 人均购物中心面积=购物中心总存量面积/总人口, 除中国为 2020 年数据外, 其余国家为 2019 年数据

图 45: 2019 年各国人均写字楼面积对比 (平米)



数据来源: Statista, The Balance, 智研咨询, 国家统计局, 东北证券

人均写字楼面积=总写字楼存量面积/第三产业从业人数

公建物业市场规模空间测算:

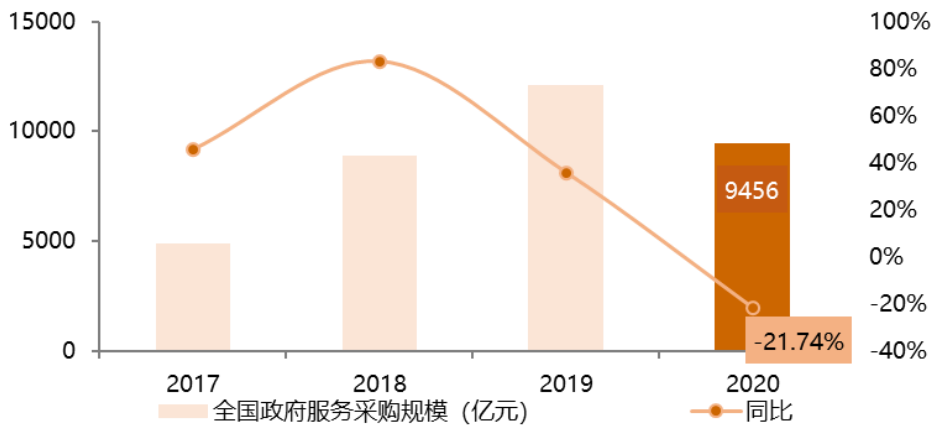
由于公建物业管理服务主要以菜单式的金额进行计价, 我们以服务金额作为其市场规模进行测算; 由于公建业态的服务主要以政府采购的形式进行, 我们将全国服务类采购的规模金额作为其规模空间上限。同时, 与住宅、商办物业不同在于, 公建类物业的服务多数并非由物业公司进行, 同时政府采购金额未来确定性较低, 我们不对远期金额规模进行预测, 主要根据物业公司在公建业态服务当中的渗透情况讨论其提升空间。由于市场上缺少对公建物业服务总金额的公开披露, 我们假设公建物业服务费在物业管理总服务费中的占比与 500 强物管公司物业费中公建物业的占比相同, 以此对当前公建物业服务金额进行估算, 并将公建物业费收入除以政策服务类采购规模得到当前物业公司在政府服务类采购中的渗透率。

具体来看, 根据财政部统计, 2020 年全国服务类政府采购规模为 9456 亿元, 同比下降 21.74%, 主要由于疫情期间财政压力较大, 削减部分非刚性支出, 尽管有所下降, 但 2016-2020 年 CAGR 达到 29.68%, 未来仍有增长的可能。而根据中国物业管



理协会统计，2019年500强物管公司物业费占比，学校、医院、公众场馆三项公建类业态的物业费收入约占总物业费收入的10.22%，根据2020年物业费收入的业态结构与500强相同的假设，公建物业费收入占物业管理总费用收入的10.22%，以此计算，则2020年公建类物业费收入为1074.2亿元（假设2020年物业费收入增速保持2010-2019年CAGR16.42%），则当前物业公司在全国服务类政府采购中的渗透率仅为11.36%，仍有较大的提升空间。

图 46: 全国政府服务采购规模（亿元）及同比



数据来源：财政部，Wind，东北证券

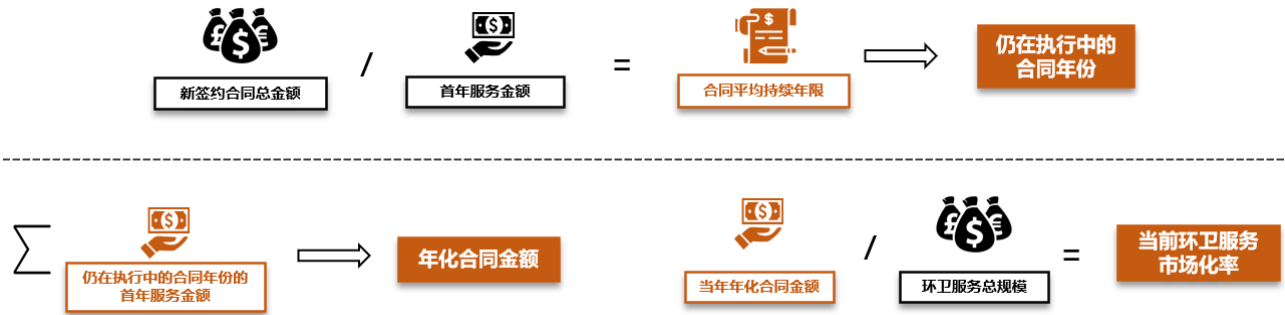
城市服务市场规模测算：

测算方法：

与公建物业类似，城市服务同样主要以菜单金额计费。由于当前城市服务的品类当中大部分以环卫服务的形式（道路清洁、垃圾清运、公厕维护保洁、城乡绿化）存在，我们以中国环卫服务市场规模为城市服务的市场空间进行测算。国内环卫服务未完全市场化，除由市场化的环卫公司和物业公司管理以外，一部分环卫服务仍由政府部门及事业单位直接管理，未计入相关合同金额。因此，我们以财政部统计的全国公共财政支出中的“城乡社区环境支出”作为环卫服务的总规模进行计算。（根据财政部《2020年政府收支分类科目》中定义，“城乡社区环境卫生支出”为城乡社区的道路清扫、垃圾清运和处理、公厕建设与维护、园林绿化等方面支出，与环卫服务内容基本相同）另一方面，由于新签环卫合同往往持续数年，无法直接反映当年处于执行中的市场合同金额，我们对环境司南披露的全国新签环卫服务合同总金额进行年化折算，并以仍执行中的总合同金额作为当年市场化规模，将其除以环卫服务总规模，得到环卫服务的市场化率。年化折算的方法为，将环卫服务总合同金额除以首年服务金额得到平均持续年限，通过平均持续年限找出仍在执行中的合同年份，将这些年份合同的首年服务金额加总得到当年的年化合同金额。同时，由于发达国家的环卫服务市场成熟，市场化率维持稳定，可参考其市场化率，对中国环卫市场在成熟市场化后的规模空间进行计算。另一方面，由于专业环卫公司的存在，物业公司仅占有部分市场化份额，因此我们对物业公司的渗透情况进行分析，寻找潜在可拓展的规模空间。



图 47: 环卫服务年化合同金额及市场化率测算

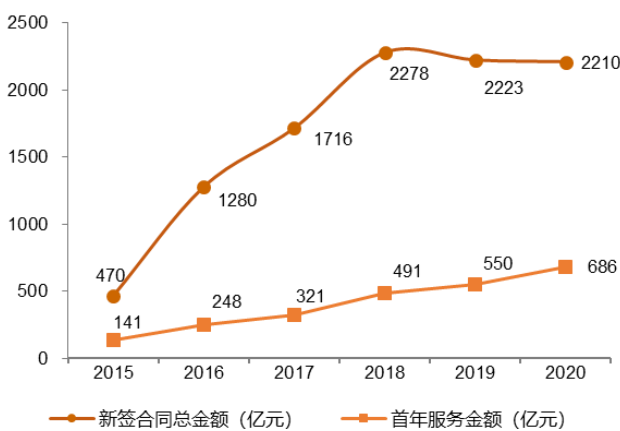


数据来源: 东北证券

具体测算过程如下:

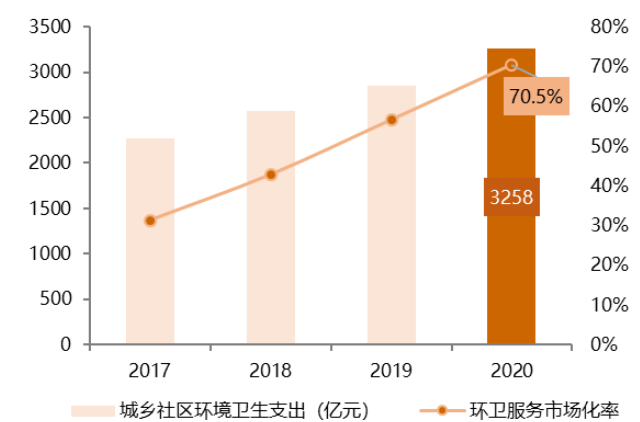
首先, 根据财政部披露的数据, 2019 年全国公共财政支出中城乡社区环境卫生支出为 2845 亿元, 假设 2020 年城乡社区环境卫生支出同比增速为 2015-2019 年复合增速 14.5%, 则 2020 年城乡社区环境卫生支出即全国环卫服务总规模为 3257 亿元。从市场化的环卫服务合同金额来看, 根据环境司南披露, 2015/2016/2017/2018/2019/2020 年的新签环卫服务合同金额为 470/1280/1716/2278/2223/2210 亿元, 首年服务金额分别为 141/248/321/491/550/686 亿元, 则六年的平均合同年限分别为 3.3/5.2/5.3/4.6/4.0/3.2 年, 因此 2020 年仍在执行的合同包括 2016-2020 年共 5 年, 将 5 年的首年服务金额加总可得 2020 年环卫服务年化总合同金额为 2296 亿元, 将其除以 2020 年全国环卫服务总规模 3257 亿元, 则截至 2020 年, 中国环卫服务市场化率为 70.5%。根据 Waste Business Journal 统计, 2019 年美国环卫服务市场化率为 81%, 对标来看, 仍有 10 个百分点以上的提升空间。

图 48: 环卫服务新签合同金额 (亿元) 及首年服务金额 (亿元)



数据来源: 环境司南, 东北证券

图 49: 城乡社区环境卫生支出 (亿元) 及环卫服务市场化率



数据来源: 财政部, 环境司南, Wind, 东北证券

环卫服务市场的竞争格局方面, 我们从对城市服务中领先的物企碧桂园服务、保利物业 2020 年新签环卫服务项目合同金额进行梳理, 并与重点上市环卫公司的新签



合同金额进行对比。5家重点上市环卫公司（侨银股份、北控城市资源、盈峰环境、玉禾田、龙马环卫）的新签环卫服务合同总金额为593.7亿元，占总新签合同额的26.9%，其中金额最高的侨银股份新增合同金额207亿元，占比为9.4%，相比之下，上市物企中份额最高的碧桂园服务和保利物业的市占率分别为0.4%和0.1%，存在较大差距，物业企业在环卫服务领域的渗透率仍有较大的提升空间。

表 10: 环卫服务市场竞争格局

公司	2020 新签合同金额 (亿元)	市占率
侨银股份	207.0	9.4%
北控城市资源	132.9	6.0%
盈峰环境	125.7	5.7%
玉禾田	103.7	4.7%
龙马环卫	24.3	1.1%
以上重点环卫公司总计	593.7	26.9%
碧桂园服务	8.8	0.4%
保利物业	2.9	0.1%

数据来源：公司公告，政府官网，环卫科技网，东北证券

注：由于公司公告未披露相关数据，碧桂园服务、保利物业的新签合同金额根据公司中标公告统计；标黄色为物业公司

综合整体和各赛道情况来看，物业管理行业仍处于高速发展前期，细分各赛道的可拓展空间依然较为广阔，同时竞争格局仍较为分散，仍处于整合集中的初期，物业企业的未来增长空间较大，高业绩目标的实现存在较多机遇。

2.3. 年初十部委新政牵头，多地政策利好引导增长空间打开

以当前时点来看，相关政策利好同样是物业企业业绩高增长的支撑。今年年初，住建部等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》，将社区物业管理作为基层治理的重要组成部分，明确发挥业委会作用、提升物管覆盖范围、完善价格机制、提升智能化设备管理水平、规范维修资金使用和管理等内容。随后，各地开始响应并推出相应的政策。

表 11: 十部委《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》主要变化

方向	主要变化
1 物业管理覆盖	结合城镇老旧小区改造，引导居民协商确定老旧小区的管理模式；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。
2 业委会	扩大业委会决策事项的范围；明确业委会的选举、决策、监督、退出机制；对未成立业委会的小区，组建由社区居民委员会、业主代表等参加的物业管理委员会，临时代替业主委员会开展工作。
3 价格机制	物业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；城市住房和城乡建设部门要公布物业服务清单，明确物业服务内容和标准；物业行业协会要监测并定期公布物业服务成本信息和计价规则；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、



	住建部门制定并公布基准价及其浮动幅度，建立动态调整机制。
4 社区增值服务	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；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。
5 维修资金	加大维修资金归集力度，优化维修资金使用流程，提高维修资金使用效率；提高维修资金管理机构专业化、规范化管理水平；择优确定专户管理银行，控制专户管理银行数量。

数据来源：住建部官网，东北证券

综合来看主要有以下几方面：

- 1) **业委会、物管全覆盖**：年初至今，黑龙江省、甘肃兰州市、河南郑州市、山东聊城市等地新出台的物业管理条例当中均对小区业委会的成立、表决、监督、管理以及由居委会或物管委会代行业委会职能等情形进行了明确；另一方面，今年4月份辽宁省要求各地房管局对未实行物业管理的小区进行排查，在三年内逐步完成物管全覆盖，同样是对年初十部委政策中关于扩大物业管理覆盖范围内容的响应。业委会的渗透率不足是住宅社区业主组织度偏低、无法协调物企进行物业管理服务的主要原因，而随着各地相关的物业管理条例落地，业委会成立的阻力大大降低，同时居委会、物管委员会可对未成立业委会的小区代行职能，物业管理的覆盖率有望大幅提升，物业企业可供拓展的市场将被打开，同时日常管理服务也有望随着协调成本降低而获得深入。
- 2) **完善价格机制，推行分级收费、质价相符，规定前期物业服务期限**：山东临沂市、湖北宣恩县等地开始新推行分级收费机制，对服务质量的分级评定提供参考，推行“质价相符”原则，当前的物业费定价大多仍处于非市场化的状态，价格定价参考标准较为模糊。在价格机制逐渐完善后，物业服务品质与定价有望得到市场化的认定，质价相符的环境下，优质物企能打开市场拓展和提价空间；北京新物管合同范本中规定前期物业服务期限不得超过两年，当前的前期物业服务多数无期限，由开发商选聘物业服务公司，未成立业委会的小区无法选聘新物业企业进入物业管理阶段，新政策下前期物业期限被限制，一方面促使小区推进业委会成立，另一方面也鼓励在未成立业委会的情况下通过物业委员会、居委会代管的形式选聘物业管理服务公司。
- 3) **社区党建联建**：在陕西省、四川成都市的新政策中明确提到加强社区党建联建，结合十部委新政中“坚持和加强党对物业管理工作的领导”、“建立党建引领下的社区居民委员会、业主委员会、物业服务企业协调运行机制”的表述来看，当前中国住房存量中部分以公屋、保障房等形式存在，无法成立业委会，而大量公屋、保障房的居住、购置往往限制于特定工作单位职工，且大量老旧小区早年以类似职工宿舍形式存在，其中旧工作单位的党组织存在一定基础，通过社区党建联建能一定程度上取代业委会的职能，提升社区组织度，对物业管理覆盖老旧小区作用明显，老旧小区的物管市场存在被进一步发掘的机遇。
- 4) **居家养老、中介服务**：山东省、陕西省等地发布专项文件鼓励物企拓展社区养老服务，山东青岛市鼓励物企开展中介服务。社区增值服务作为物业管理中丰富服务品类、深化服务品质的重要部分，对提升物业管理质量作用显著。从政策层面鼓励社区居家养老、中介服务等业务，一方面利用物管社区对居民的亲近度，



增加服务的品类浓度，另一方面为物业企业拓展增值业务增加创收提供利好。

- 5) **物业企业信用评级**: 江西九江市、黑龙江哈尔滨市等地政策响应十部委政策“建立物业企业信用管理制度”，为物业企业的信用设定评定标准，通过量化评分区别信用等级，有利于维护良性的物管市场秩序，信用良好的物企有望提升市场认可度，便于服务内容的深入拓展。从企业层面看，对信用等级高的企业提供政策优惠，并淘汰信用状况不佳的企业，保证市场的更新优化，优化后的市场空间下，信用良好的企业有望通过政策优惠加速市场占有率的增长。

综合来看，年初十部委政策及各地相关政策将扩展物业管理市场空间，推动物业管理覆盖面，完善价格机制，并鼓励推动社区增值服务，优质物企有望在其中进一步提升市占率，当前政策利好是对业绩高增的支撑。

表 12: 年初至今部分物业管理相关政策

时间	政策内容
01/07	广州市住建局对《广州市业主自行管理物业服务区域暂行规定》公开征求意见，根据《征求意见稿》，实施业主自行管理的，组织业主自行管理的机构是业主委员会；业主自行管理的期限不得超过时任业主委员会任期；业主自行管理的范围是全部物业服务区域；业主委员会应当制定业主自行管理方案，且方案经法定比例的业主参与表决并同意。旧城区没有实施物业管理的建成居住区的业主需要实施自行管理的，由街道办事处（镇人民政府）征求相关业主意见后，确定物业服务区域。
01/25	东莞市住建局对《东莞市业主大会和业主委员会成立若干规定》进行解读，补充明确村（居）委会代管业主委员会的情形，并规范业主大会会议结果公告方式，设定业主异议期，加强指导换届工作，明确指导主体，促进规范运作，并要求业主委员会建立印章管理制度。
02/01	九江市住建局、市监局、人防办、消防救援支队联合发布物业服务企业和项目负责人信用信息管理办法，物业服务企业信用将分为 A、B、C、D、E 五个等级，信用等级为 A 级的物业服务企业可享受优惠政策，信用等级连续两年为 E 级的将被清出九江市物业服务市场。
02/03	湖北宣恩县发改委发文，县内普通住宅小区前期物业服务收费将根据物业服务的质量等级，实行分级收费制度；已购买未入住的业主一年以内按物业费标准的 50% 交纳，超过一年按规定全额缴纳。
02/05	山东省临沂市住建局指导、临沂市物管行业协会主持制定的《普通住宅前期物业管理服务等级标准划分》正式实施，该文件将物业管理服务分为五个星级，并对相应的物业服务细节设定标准。
02/08	山东省聊城市人大常委会审议通过《聊城市物业管理条例》，该条例对前期物业管理、业主组织与物业管理委员会、物业的使用与维护、旧住宅区物业管理、监督管理等内容作出相关规定。
02/08	甘肃省甘南州发改委会同住建局出台普通住宅前期物业服务收费标准，该文件明确了前期物业服务内容，并确定了前期物业服务收费范围、前期物业服务考核等级及收费标准。
02/17	聊城市人大常委会法工委、司法局、住建局三部门联合解读《聊城市物业管理条例》，明确发挥党建引领作用、设立物业管理委员会制度、细化物业管理公示公告规定、推动小区物业管理执法、确定小区内的物业维护责任等内容。
02/18	陕西省委组织部、省委平安陕西建设领导小组办公室、省民政厅、省住建厅四部门发文指示加强社区物业党建联建、提升物业服务水平，要求加强社区党组织网络、将社区物业党建联建纳入基层党建体系、加强对小区公共收益管理的监督。
02/23	郑州市公布关于《郑州市物业管理条例》向社会公开征求意见的通告，条例主要变化在于 1) 对业主身份认定进行了新的规定；2) 完善物业退出机制；3) 明确物业费征收情形；4) 明确专项维修资金使用方式。
02/23	重庆市住建委就《重庆市物业专项维修资金管理办法》公开征集意见，新规明确物业专项维修资金的设立、缴存、使用、监督管理等方面的具体情形。
02/23	成都市委组织部、社治委、住建局等七部门联合出台《成都物业行业党建示范建设实施方案》，明确将每年分类开展党建示范企业建设，同时强化政治引领，打造特色党建品牌以强化行业发展保障。
02/23	山东省住建厅发文响应住建部提出的推动物业服务企业发展居家社区养老服务，规定从 2021 年开始，省级每年确定 10 家物



	业服务企业，开展居家社区养老服务试点。
02/25	兰州市政府新闻发布会解读新修订的《兰州市物业管理条例》，新条例将从三月起施行，明确全市统一物业服务管理信用信息、业主大会筹备组的组建和解除、业主大会的职责、禁止商改住等内容。
02/25	黑龙江省人大常委会通过的《黑龙江省住宅物业管理条例》将于三月起实施，明确社区党建引领居委会和业委会管理、街道办事处具体监督管理、书面发起业委会选举、物业服务人与开发建设主体的责任区分等规定。
03/04	青岛市住建局、市场监管局等八部门联合发文鼓励物业服务企业开展房地产中介服务，并提出支持物业服务企业实现线上交易服务、规范物业服务企业从事房地产中介等内容，提出服务拓展升级、合作创新、领域延伸、拓宽线上服务内容和渠道、线上签约、网签信息共享等措施。
03/08	陕西省民政厅、住建厅等五部门联合印发《关于推动物业服务企业发展居家社区养老服务的意见》，鼓励物业服务企业借助专业养老机构参与居家社区养老服务，鼓励商业银行、社会资本向提供居家社区养老服务的物企发放贷款，鼓励物企利用自有场地设施建设城市社区日间照料中心，符合条件的由民政部门给予资金资助。
03/11	哈尔滨市住建局发文，将在老旧小区试点“酬金制”物业收费方式，要求2020年实施改造尚未竣工的老旧小区应于6月30日前落实物业服务主体及完成合同签订工作，2021年实施改造的老旧小区应于8月31日前落实物业服务主体及完成合同签订工作，做到实施改造与管理服务有序衔接。
03/18	济南市《济南市新建商品住房物业承接查验实施细则》明确规定，商品房在交付前必须经过物业承接查验，以明确物业公司和开发商在小区共用设施、共用部位等方面的责任。移交的物业共用部位、共用设施设备需资料完整、质量合格、功能完备。
03/23	哈尔滨市住建局制定物业服务企业信用评价管理办法，对物业服务企业进行信用等级评价，物业服务企业有违反法律、法规规定或者物业服务合同约定、停止物业服务等情形，一旦被列入严重失信企业“黑名单”，2年内不得参与物业项目招投标活动。
03/24	北京市发布物业管理委员会组建办法，明确物业管理委员会为业主组织的过渡形态、对小区管理主体缺位的弥补，并规定物业管理委员会成立、监督管理的流程办法。
04/02	北京市住建委发文，就《北京市物业服务合同》和《北京市前期物业服务合同》两个合同的示范文本，面向社会公开征求意见，新版示范文本中新增物业服务人需履行生活垃圾分类管理责任人责任、需采取必要安全保障措施防止从建筑物中抛掷物品情形的发生等规定，并明确前期物业服务期限最长不超过两年。
04/06	辽宁根据全省物业管理工作要点要求各市住建局、沈阳市房产局提高住宅小区物业管理覆盖面，“因地制宜，一区一策”，组建业主委员会或社区居民委员会，制定物业服务收费参考标准，推行“质价相符”。
04/14	成都市政府将建立党建联席会，成立物业党建联盟，制定《成都市物业行业党委运行规则》；推进智慧物业管理政务服务平台2.0建设；优化完善信用管理系统，不断提升物业服务水平，预计2021年末成都市承接物业服务项目的物业服务企业纳入信用管理体系将达到100%。
04/15	四川资阳市住建局制定新《资阳市住宅物业服务等级划分》地方标准，等级共分为四级，一级最低，四级最高，每一等级都包含综合服务、公共秩序维护、车辆管理等七项内容。

数据来源：中国物业新闻网，物业大数据，东北证券

2.4. 业态布局多元化，非住业态护航稳健增长

对非住类业态的拓展成为2020年主流物业公司业务拓展的重要方向。由于仅有少部分物企披露住宅业态结构，我们选取7家重点物业公司作为样本，对非住业态的拓展情况进行梳理。从结果来看，7家样本公司在管面积中非住业态的占比均获得提升，平均非住业态的占比从2019年的23.5%提升至2020年35.2%，非住业态的比例显著提升。（7家样本公司为金科服务、绿城服务、永升生活服务、保利物业、融创服务、世茂服务、雅生活服务）

表 13: 物管公司非住在管面积占比情况变化

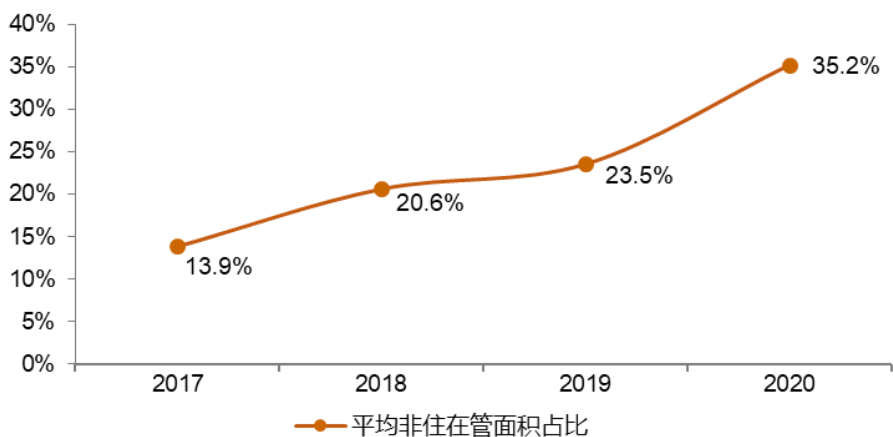
在管面积占比	2017	2018	2019	2020
--------	------	------	------	------



金科服务	住宅	94.1%	89.6%	87.9%	83.2%
	非住宅	5.9%	10.4%	12.1%	16.8%
绿城服务	住宅	79.0%	78.0%	78.8%	77.8%
	非住宅	21.0%	22.0%	21.2%	22.2%
永升生活服务	住宅	84.2%	81.5%	80.8%	71.4%
	非住宅	15.8%	18.5%	19.2%	28.6%
保利物业	住宅	86.8%	60.7%	48.4%	44.1%
	非住宅	13.2%	39.3%	51.6%	55.9%
融创服务	住宅	88.9%	90.0%	84.6%	77.5%
	非住宅	11.1%	10.0%	15.4%	22.5%
世茂服务	住宅	96.4%	95.5%	95.8%	59.5%
	非住宅	3.6%	4.5%	4.2%	40.5%
雅生活服务	住宅	73.4%	60.4%	58.9%	40.4%
	非住宅	26.6%	39.6%	41.1%	59.6%

数据来源：公司公告，东北证券

图 50: 物管公司在管面积中非住业态的占比



数据来源：公司公告，东北证券

注：样本为 7 家重点物管公司

从重点物业企业对业态的覆盖情况来看，当前重点物企已覆盖多数的业态类型。除类似新大正的长期深耕非住多元业态的物企之外，头部物企通过收并购方式获取多元业态的管理能力，逐渐扩大覆盖面，例如世茂服务通过收购浙大新宇进军学校物管领域，雅生活服务收购中航美丽城乡等五家领先的环卫公司进入城市服务领域，合景悠活通过收购广州润通和雪松智联在其“住宅-商业-办公”的业态体系中增加对公建类业态的覆盖。

表 14: 物管公司业态覆盖情况

	住宅	商业	办公	政府	学校	医院	交通	产业园	城市服务
碧桂园服务	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
金科服务	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
绿城服务	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
永升生活服务	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓



保利物业	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
融创服务	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
世茂服务	✓			✓	✓	✓		✓	
雅生活服务	✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓
新城悦服务	✓	✓	✓			✓		✓	
中海物业	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
华润万象生活	✓	✓	✓	✓				✓	
宝龙商业	✓	✓							
合景悠活	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	
恒大物业	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
新大正	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
招商积余	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓

数据来源：公司公告，东北证券

注：标橙色的为完成全部业态覆盖的物企

表 15：物管公司非住业态拓展情况

公司	非住业态拓展情况
碧桂园服务	2020 年 11 月收购满国康洁和福建东飞两家环卫公司
永升生活服务	外拓优质标杆项目大连轨道交通、中国传媒大学，新增上海临港、无锡惠山区城市服务项目，收购青岛银盛泰和江苏香江，完善山东与苏北的市场布局，并增强公建物管能力
保利物业	与 10 家国资平台展开战略合作，并与衢州、怀化等地国资平台成立合资公司，深入公共服务；于 2020 年 12 月收购成都华昌物业，依托其项目品质与客户认可度，补强在西南区域商写及公建的竞争力
融创服务	2021 年 4 月以总对价 8 亿元收购彰泰物业 80% 股权
世茂服务	2020 年 8 月收购浙大新宇，进军学校物管领域
雅生活服务	以总对价 11.8 亿元收购中航美丽城乡等五家全国领先及区域领先的环卫品牌
新城悦服务	2020 年 5 月和 11 月分别收购成都诚悦时代和大连华安，加强商写、产业园业态管理
合景悠活	2020 年 12 月收购广州润通，进军公建业态领域；2021 年 1 月收购雪松智联，加码布局公建
碧桂园服务	2020 年 11 月收购满国康洁和福建东飞两家环卫公司

数据来源：公司公告，东北证券

非住业态物管相对于住宅业态多面向单一业主，收缴率更高，且细分赛道多元、专业性壁垒强，具体而言，1) 商办类物业的单价、毛利率水平普遍较住宅更高，且浮动性强、服务溢价力强、业务延伸空间广，单盘盈利模型成长性更强，随着项目培育逐渐完成，布局商办业态能显著优化物企的创收和盈利能力；2) 公建业态与城市服务的项目期限较长、违约风险较低、收缴率高，偏刚性的需求属性下能有效对冲周期带来的负面影响。从毛利率水平来看，住宅基础物管毛利率多数位于 20-30%，公建基础物管毛利率多数为 15-20%，商办基础物管毛利率则在 25-45% 之间。综合而言，非住物业的门槛较住宅更高，商办物业服务溢价能力强、单盘盈利能力强，赛道优质，能长期优化公司盈利能力；公建物业利润率较住宅略低，壁垒较高，抗周期能力强，可支持物业企业的业绩稳健增长。

2.5. 外拓竞争逐渐加剧，低物业费下盈利能力愈加重要

2020 年重点物业企业的市场化外拓发力明显，根据公司年报业绩披露，2020 年碧桂



园服务、永升生活服务、世茂服务、融创服务新增合约面积当中外拓来源的占比分别为 53.3%、84.9%、23.4%、58%，其中融创服务的外拓基本实现从无到有。

表 16: 物管公司市场化外拓情况

公司	外拓情况
碧桂园服务	2020 年外拓新增合约面积 7246 万方，占新增合约面积的 53.3%
永升生活服务	2020 年以招投标和战略合作的方式新增合约面积 6000 万方，占新增合约面积的 84.9%。
保利物业	2020 年招投标签约第三方项目 355 个，对应合同金额 16.4 亿元。
世茂服务	2020 年外拓新增合约面积 2350 万方，占新增合约面积的 23.4%，2021 年预计新增外拓面积同比增长 30%。
金科服务	2020 年外拓新增合约面积 986 万方，占新增合约面积的 34.4%。
新城悦服务	2020 年外拓新增合约面积 1973 万方，占新增合约面积的 39.1%。
绿城服务	2020 年外拓新增合约面积 9686 万方。
融创服务	2020 年外拓新增合约面积 6197 万方，占新增合约面积的 58%。

数据来源：公司公告，东北证券

我们选取部分公开的物业服务中标信息来看，招投标外拓的竞争烈度与区域、城市能级存在较大关联。滁州春风雅园、内江经济技术开发区环卫服务、叶县中原盐都盐湖住宅小区等不属于重点城市圈内且城市能级较低的项目，主要竞争者为地区性的中小物业公司，竞争烈度较低；而南京新都雅苑、苏州红星广场、广州南沙区行政中心等位于重点城市圈的一二线城市项目，已出现多家龙头公司竞标同一项目的情况。综合来看，当前物业项目竞标尚未出现全方位的激烈竞争，但长三角区域重点城市的优质物业项目竞标已呈现较高的竞争烈度。

表 17: 部分物业管理项目招投标中标情况

项目名称	中标情况
滁州春风雅园前期物业管理项目	中标公司：碧桂园服务，竞争者：安徽茂盛、安徽泰行
某部物业管理服务项目	中标公司：金科服务，竞争者：碧桂园服务、韶关怡安物业服务
宁波杭州湾新区智慧宜居区块 1#-b 地块项目前期物业管理项目	中标公司：融创服务，竞争者：无
叶县中原盐都盐湖住宅小区	中标公司：叶县美好生活家园物业，竞争者：融创服务、硕丰物业服务
广州市南沙区行政中心物业管理服务项目	中标公司：粤华物业，竞争者：中海物业、高地物业、碧桂园服务、越秀物业
内江经济技术开发区环卫服务项目	中标公司：金科服务，竞争者：贵人物业、行建城市环卫服务、进发城市管理服务项目
南京新都雅苑物业服务项目	中标公司：融创服务，竞争者：中海物业、碧桂园服务、永升生活服务
苏州红星广场物业服务项目	中标公司：融创服务，竞争者：万物云、龙湖智慧服务、中海物业、永升生活服务

数据来源：公司公告，政府官网，中国政府采购网，东北证券

从较为宏观的视角来看，整体市场的外拓竞争正在逐渐加剧。我们对 2019 年、2020 年部分重点物企的新增外拓合约面积以及 2021 年外拓合约面积的指引进行整理。由于当前外拓的主要来源为新房商品住宅的前期物业管理，我们将外拓合约面积与商品住宅销售面积进行比较，通过计算重点物企新增住宅外拓合约面积/非 TOP50 房企商品住宅销售面积的指标变化，对外拓市场竞争的激烈程度进行评价（TOP50



房企多数旗下拥有物业公司，多数直接交由旗下物业公司管理，不参与市场竞争)。由于披露新增外拓合约面积的公司较少，我们选取碧桂园服务、新城悦服务、绿城服务、永升生活服务、金科服务、世茂服务共6家在外拓方面位居前列的头部公司进行计算(由于金科服务未披露2021年合约面积口径外拓指引，采用在管面积口径进行计算);我们通过住宅新增外拓合约面积=新增外拓面积*住宅在管面积占比，对住宅新增外拓合约面积进行估算。

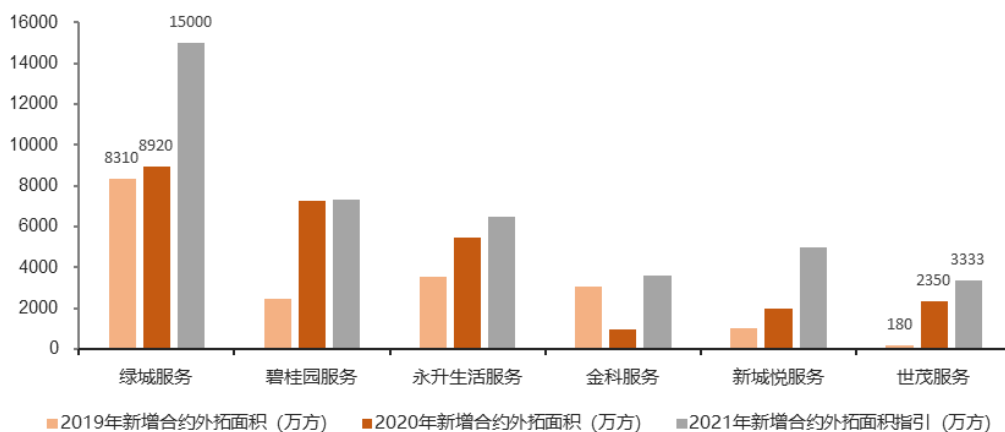
根据我们计算:

1) 2020年6家重点公司共新增住宅外拓合约面积1.78亿方，同比增长26.6%，而占非TOP50商品住宅销售面积的比例从16.68%提升至20.81%，提升幅度较大;

2) 我们整理2021年外拓合约面积的指引，如以业绩指引数值推算，则2021年6家公司预计将新增住宅外拓合约面积2.57亿方，同比增长44%，假设2021年商品住宅销售面积同比增速为1.4%(推算结果参考《2021年度策略:莫听穿林打叶声,何妨吟啸且徐行》),TOP50集中度维持2020年的44.71%，则占比将大幅提升至29.56%;

综合来看，行业外拓竞争正在逐渐加剧，伴随竞争烈度上升，未来住宅物管的外拓难度将大幅上升。

图 51: 部分重点物企新增外拓合约面积及相关指引 (万方)

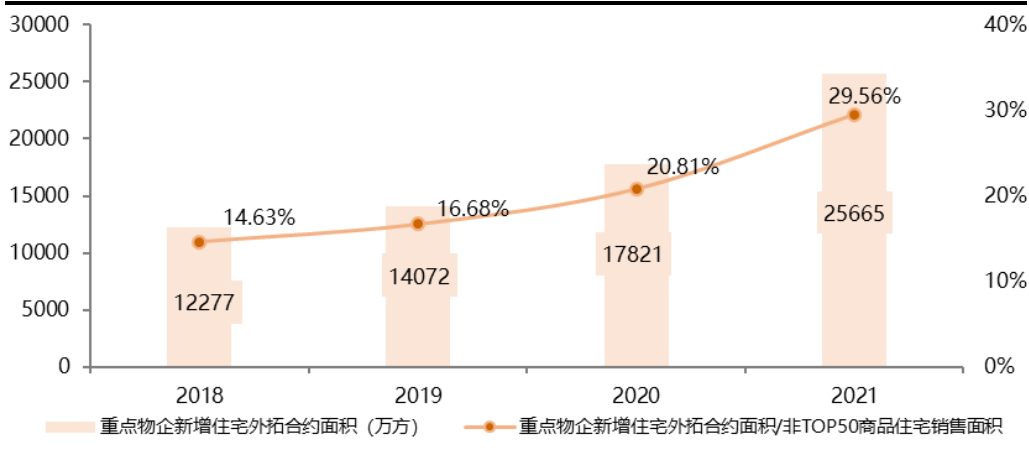


数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 按照2020年新增外拓合约面积排序, 2021年金科服务为在管面积口径, 通过住宅新增外拓合约面积=新增外拓面积*住宅在管面积占比, 对住宅新增外拓合约面积进行推算



图 52: 重点物企新增住宅外拓合约面积 (万方) 及新增住宅外拓合约面积/非 TOP50 商品住宅销售面积

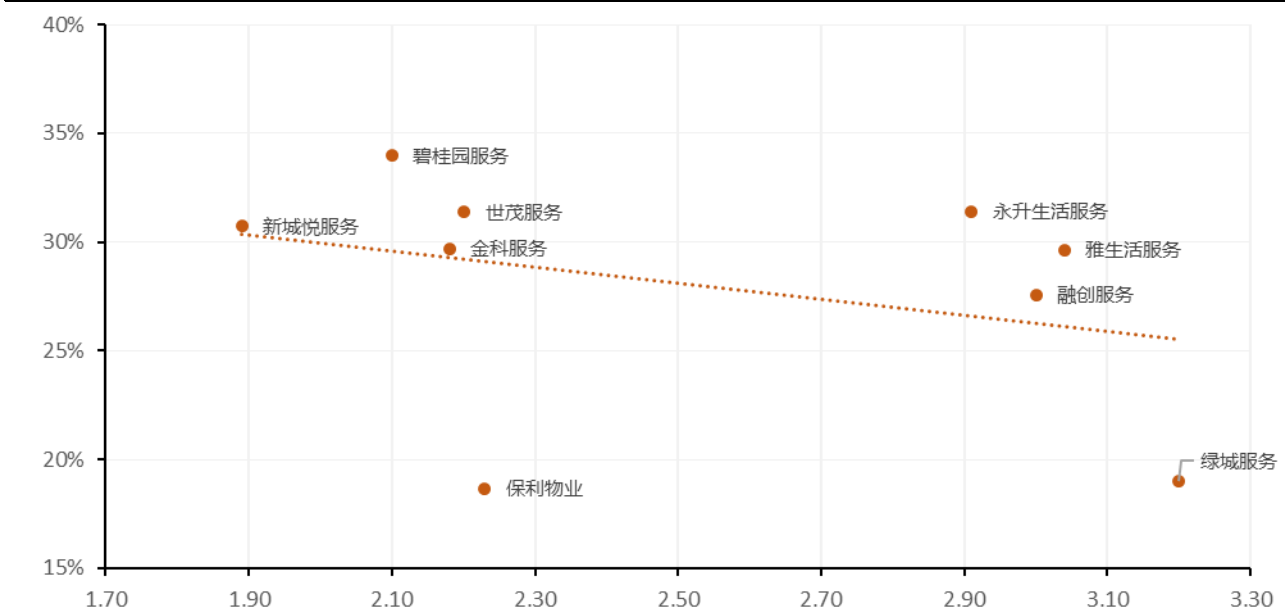


数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 通过住宅新增外拓合约面积=新增外拓面积*住宅在管面积占比, 对住宅新增外拓合约面积进行推算, TOP50 房企集中度数据来源于克而瑞

外拓竞争加剧的情况下, 位于重点城市圈的重点一二线城市的项目获取难度将大幅提升, 高物业费单价、高收缴率的外拓项目将大幅减少, 这样的情况下, 仍能在非重点的三四线城市项目较低的物业费水平下维持盈利能力的物业公司适应性更强, 将会拥有更好的生存能力。我们以物业费水平和利润率两个维度对现有部分重点物企在高烈度竞争环境的生存能力进行评价。以当前披露物业费的重点住宅物企为例, 结合以上两个维度的情况, 重点公司中碧桂园服务、金科服务、世茂服务、新城悦服务能在较低的物业费水平下维持较高的盈利水平, 长期生存能力较强。

图 53: 部分重点物管公司物业费水平 (元/平米/月) 与毛利率

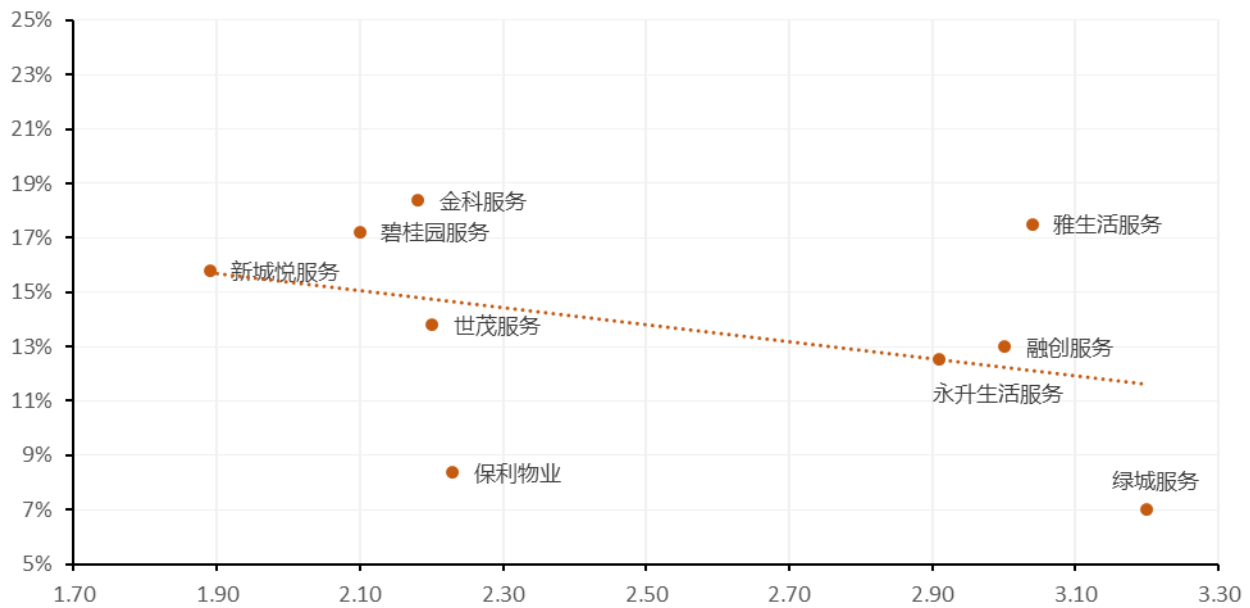


数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 横轴为 2020 年平均物业费, 纵轴为 2020 年综合毛利率, 雅生活服务、新城悦服务未披露 2019 年物业费, 沿用 2018 年平均物业费, 永升生活服务、雅生活服务未披露 2020 年物业费, 沿用 2020H1 物业费



图 54：部分重点物管公司物业费水平（元/平米/月）与归母净利率



数据来源：公司公告，东北证券

注：横轴为 2020 年平均物业费，纵轴为 2020 年归母净利率，雅生活服务、新城悦服务未披露 2019 年物业费，沿用 2018 年平均物业费，永升生活服务、雅生活服务未披露 2020 年物业费，沿用 2020H1 物业费

总体来看，基于前文所述多个因素，今明两年物业公司的高业绩目标有较大机会实现，但在长期外拓竞争加剧的环境下，公司在较低物业费水平下能否保证盈利能力愈加重要，同时单盘盈利模型的优化将逐渐成为关键，关联方支持、科技赋能与社区增值服务将逐渐成为物业公司角逐的重点。因此，我们在后文中对物业科技赋能以及社区增值服务的发展现状及未来展望进行进一步探讨。

3. 物业科技赋能前景几何？

在业委会渗透率低、物业提价困难、外拓竞争加剧的行业大背景下，物业科技赋能愈发成为优化项目单盘盈利模型的重要手段。当前物业科技进展如何，物业公司科技实力如何排序，成为值得深入探讨的问题。

我们根据各物业公司 2020 年年报、官网信息及业绩会披露内容，对各公司最近的物业科技进展进行梳理，并基于此对物业公司科技能力进行排序，同时结合行业现状对物业科技当前的发展阶段进行分析。由于多数物业公司科技体系对住宅、公建、城市服务业态的场景覆盖重合性较高，而商管公司物业科技体系与其他业态差异较大，我们将非商业物业和商办物业进行分别梳理。（多数物业科技平台以物业公司产品或子公司的形式存在，其中千丁虽然是独立第三方公司，但由于其 97.5% 股权由吴亚军控股，与龙湖集团为同一实控人，将龙湖智慧服务与千丁视为同一体系，不单独列出）

3.1. 产品：多业态全端口覆盖，科技应用已成体系

从业态和场景的角度来看，在住宅、公建、城市服务等非商业业态方面，现有的科



技产品体系主要可分为 4 个应用端口：B 端-开发阶段、B 端-物管阶段、C 端、G 端。

1) **B 端-开发阶段**：这部分的科技应用多作用于非业主增值服务，多数为开发企业传统业务能力的迁移延伸，可分为建设管理和项目管理咨询两类。a) 建设管理当中又主要存在于设计和工程两个阶段，在设计阶段以 BIM 模型应用为代表，在工程阶段则以智慧工程、劳务管理、环境监测等方式存在；b) 项目管理咨询主要是以数字化手段赋能项目开发到案场销售的项目生命周期，例如碧桂园服务的 AI 识别防飞单，通过 AI 人脸识别技术防止案场销售飞单情况的发生。

2) **B 端-物管阶段**：物管阶段的应用场景当中主流的主要是前台的安保、车辆服务以及中后台的决策管理。a) 前台通过监控、AI 识别、集中平台管理等手段取代人工服务，减少人工成本；b) 中后台层面上，一方面利用集中化平台对收费缴费、财务记账、任务安排、物资采购进行统筹管理，减少中间层级和管理人员配置，提高效率，另一方面利用数据追踪和大数据分析来帮助进行业务经营的决策。

表 18：主流 B 端物业科技应用梳理

公司	阶段	平台	产品应用场景					
			B 端-开发阶段		B 端-物管阶段			
			建设管理	项目管理咨询	安保	车辆	经营决策	管理
碧桂园服务	初步平台化	天石云		AI 识别防飞单	AI 智能安防巡检	车牌识别、停车场智能监控	移动数据看板	线上缴费、AI 工单管理
千丁	初步平台化	千丁	智慧工程、智慧运营		集中监控、声呐预警	智能车管	数据分析云	智慧财务
万物云	初步平台化	万物云	环境检测 移动视频、劳务实名		AI 视频安防	BPasS 车场运营	OS 时空罗盘、时空分析、工单管理、设备管理	BPasS 财务、费用、人事、采购平台管理
金科服务	初步平台化	天启云城	BIM 模型、智能化建设		智慧道闸、智慧门禁	智慧停车	数据可视化、数据运营	协议管理、云支付
绿城服务	初步平台化	慧服务、绿联盟		全生命周期咨询	一键报警、智能巡查	车牌识别、临停缴费	智慧能耗管理	海康合作数字化管理、在线工单管理
腾讯	初步平台化	腾讯海纳			人脸识别、危机预警、智慧巡检		全量业务数据管理	运营方平台 pc、事件联动
永升生活服务	智能化				社区鹰眼安防	智域系统、战图	慧采系统	PMS
保利物业	硬件数字化			数字项目管理				数字内控
融创服务	智能化				门禁管理	车辆识别	数据中台	业务中台、任务系统
世茂服务	智能化						数据中台	业务中台
招商积余	硬件数字化				无人值守			ERP 系统
雅生活服务	智能化							第三方信息赋能
新城悦服务	智能化		BIM 模型、劳务管理					CRM 工单管理
彩生活	智能化		北斗七星系统					北斗七星系统



佳兆业美好	智能化		智能化设计、智能化建设		智慧安防			佳科智能系统
-------	-----	--	-------------	--	------	--	--	--------

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

3) C端-业主：在C端业主方面，科技主要可应用于家居服务、设施管理、客户服务、日常活动等方面，对基础物管和社区增值服务存在提振作用。a) 在家居服务上可利用智能平台覆盖报修、缴费、养老管理、社区团购等内容，以绿城为例，通过与阿里巴巴的战略合作促成“平台+管家”对多项内容进行统一管理；b) 设施管理多数利用物联网技术，对门禁、电梯等设备进行整体运作和维护；c) 客户服务方面，可利用AI客服、语音助手协助解决问题，减少客服人员配置；d) 日常活动方面想象空间较大，依托线上社交平台连接住户社群，以此为基础拓展服务，以腾讯海纳为例，通过微信小程序接口将社区居民活动一体化。

4) G端：针对公建物管和城市服务，除常规的“四保一服”外，物业科技的主要思路在于两方面，a) 将平台化科技策略扩展到城市层面，利用G端广泛的接口优势，将平台科技迁移至整个行政区内的城市、设施管理；b) 将科技迁移至公共事务领域，利用与住户业主较为亲近的关系，协助推进政务传达、政务咨询、服务便民等事务。

表 19：主流 C 端与 G 端物业科技应用梳理

公司	阶段	平台	产品应用场景						
			C端-业主				G端		
			家居	设施	客服	日常活动	管理	安保	消防、保洁
碧桂园服务	初步平台化	天石云	智能家居、线上报修	智慧门禁、智慧电梯	AI 语音		人车物管控	五防三查	人工排污
千丁	初步平台化	千丁	一站式缴费、开门、报修	智能门禁、智能快递柜	智慧接待	千丁驿站	智慧办事服务	AI 巡查、视频采集	
万物云	初步平台化	万物云	全覆盖智慧生活场景覆盖	OS 设备管理		社区服务智能化	一图可知全域管理系统		
金科服务	初步平台化	天启云城	智慧社区	智慧楼宇	数字助手	智慧社区	智慧民生政务、智慧物联	智慧道闸、智慧门禁	智慧消防
绿城服务	初步平台化	慧服务、绿联盟	阿里合作“平台+管家”、华为合作智能养老管理	EBA 设备监控		快递寄取、智能照明	华为合作千豚智能园区		
腾讯	初步平台化	腾讯海纳	智慧社区多场景服务		线上投诉	社区居民一体化金融小程序	政务综治平台、街道管理平台、自主申报、区块链社区资金管理	一标多识平台、流动人口、人员归档	
永升生活服务	智能化		猫精智慧服务			芯选系统	EBA 系统、智域系统		
保利物业	硬件数字化					数字智慧社区	数字内控		



融创服务	智能化		生活服务平台			社交服务平台	政务平台		
世茂服务	智能化		物联平台			用户管理平台			
招商积余	硬件数字化		维保传感器				高校医辅		
雅生活服务	智能化						大数据地图		
新城悦服务	智能化		5G智慧平台						
彩生活	智能化		彩之云平台	北斗七星系统	北斗七星系统	彩之云平台			
佳兆业美好	智能化		佳御”、“佳臻”、“佳享”、“佳速”				智慧城市		

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

而在商管物业科技方面，不同于住宅、公建业态较为分散的业务品类，商管由于其市场化程度高、业务流动性强，不同产品应用场景的关联性较强。3个应用端口分别为：B端-业主、B端-租户商家、C端。

1) **B端-业主**：从业主端来看，科技产品的场景主要可分为招商、经营管理、决策和设备管理。a) 在招商方面，以宝龙商业为例，通过与腾讯合作的RayData商业资产数据可视化系统进行招商场景的实时分析；b) 经营管理方面，将财务、客流、客单等内容进行统一平台管理；c) 决策方面，经由数据中台沉淀销售、位置追踪、客户画像等数据进行协助决策；d) 设备方面，与其他业态类似，将设施系统通过物联网进行集中管理。

2) **B端-租户商家**：主要可分为两类，a) 商家租户→消费者：将服务消费者的智能工具赋予商家租户使用，增加商家租户的经营效率；b) 业主→商家租户：利用线上平台为商家租户服务订制。

3) **C端**：针对C端消费者，利用消费者会员社群平台来增进与消费者的沟通连接，并培养客户粘性，已被较广泛地使用。

表 20：主流商管物业科技应用梳理

公司	阶段	产品应用场景						
		B端-业主				B端-租户商家		C端
		招商	经营管理	决策	设备	商家服务平台	租户服务订制	消费者会员社群平台
宝龙商业	智能化	RayData 腾讯合作商业资产数据前景可视化	PMS 系统、无感积分台、多用途精密客流	LBS 位置大数据		宝龙商+平台		宝龙悠悠
华润万象生活	智能化		智慧商场	数据中台				一点万象平台、悦家平台
合景悠活	智能化		ERP 管理系统	数据中台	车管云			“一合”平台
卓越商企服务	智能化				FM 智慧信息管		O+平台	



					理平台			
星盛商业	智能化		CRM 管理系统	CRM 管理系统		CRM 管理系统		COCO CLUB 平台

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

3.2. 阶段：多阶段角度看物业科技，规模覆盖为平台化关键

结合现有的物业科技发展和未来展望，我们认为，物业科技的发展可分为以下阶段层级：

1) 中后台电算化：这一阶段为物业科技最基础的层级，与大部分行业的应用相似，将任务派发、工资核算、收费记账、流程审批等内容集中至中后台的电子系统完成，可部分缩减管理成本，实现难度较低，当前已有成熟的第三方系统可供公开购买使用。

阶段代表公司：多数中小物业公司

阶段壁垒：几乎不存在壁垒，第三方相关软件已经成熟且公开售卖，同时相关业务的行业特异性低，无需对技术进行调整。

2) 硬件数字化：通过数字化硬件设备来取代人力完成较为基础的物业管理工作，如出入管理、车位管理、安防巡逻等内容，以此可减少人工成本投入。由于研发存在周期和资金壁垒，大企业的资金背景和业务先发上拥有优势，通过自研和合作开发，多数大型物企可达到这一阶段。

阶段代表公司：保利物业、招商积余等百强物业公司

阶段壁垒：存在一定的技术难度，但研发偏应用性，大物业企业通过投入自研、合作等方式实现难度较低。

3) 智能化：通过人工智能等技术对物业管理服务进行高效配置调度，例如通过监控设施预判维护周期、利用数据进行客户画像并设计调整相关服务。一方面缩短决策的反馈周期，可以对市场变化、突发情况等快速高频的应对，另一方面增加决策准确性，减少失误，提升整体管理的效率。

阶段代表公司：永升生活服务、新城悦服务、彩生活等百强物业公司

阶段壁垒：技术难度较高，且应用物业场景下需要较长时间的测试研发。

4) 初步平台化：在完成前面三个阶段的科技升级后，部分企业已拥有技术和供应链方面的优势，可向外输出科技工具和体系对其他企业进行赋能，典型的例子有万物云、千丁、碧桂园服务的千石云等。

阶段代表公司：万物云、千丁、碧桂园服务、金科服务、绿城服务以及腾讯海纳（非物业公司）

阶段壁垒：技术成熟且应用场景多，同时有成熟供应链体系，有能力对外输出。

5) 成熟平台化：这一阶段的企业已构建广受认可的行业标准，可输出标准并构建协作网络，如房产经纪领域的贝壳平台、外卖领域的美团平台等。目前物管行业尚处于快速成长的阶段，尚未出现标准化，未来建立行业标准的物企将有望达到这一阶段。

阶段代表公司：尚无公司达到此阶段



阶段壁垒：需要建立被普遍认可的行业标准。

表 21：科技赋能各阶段代表公司

阶段	代表公司
中后台电算化	多数中小物企
硬件数字化	保利物业、世茂服务等公司
智能化	永升生活服务、宝龙商业、新城悦服务、彩生活、佳兆业美好、融创服务等公司
初步平台化	碧桂园服务、千丁、万物云、金科服务、绿城服务、腾讯海纳
成熟平台化	暂无

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

从物业行业整体来看，科技阶段已产生分化，研发投入壁垒和规模效应决定了头部物业企业具备竞争优势，1) 中小物企多数仍处于中后台电算化的初级阶段，2) 百强物业企业均已普遍应用硬件数字化，且相当部分公司开始进入智能化，如新城悦服务智慧社区开始智能化派工单后可视为进入智能化阶段；3) 部分科技领先物企与第三方科技企业已进入初步平台化，开始独立输出产品体系。总体而言，物业科技处于普遍硬件数字化向普遍智能化转型的阶段，与成熟平台化仍存在较大距离。

展望未来，受到薪资水平上升、品牌外拓加速等因素影响，大企业规模效应能逐渐摊薄固定的研发成本，物业科技的马太效应将逐渐凸显，强者恒强的趋势下，科技领先企业在单盘盈利模型不断优化的情况下，能获得更大的资金空间进一步加速研发，闭环发展的逻辑将逐渐清晰，现有已进入初步平台化的公司（万物云、金科服务、碧桂园服务等）以及头部物企中开始智能化的企业（永升生活服务、新城悦服务、融创服务等）拥有较大的机遇。

表 22：部分物业公司平台化模式

模式	代表性平台	产品	方法
SaaS 赋能	多数物业科技平台	天石物联、天石运营云、千丁社商云	针对多个场景在平台上集成模块化科技产品，并提供相关专业人员指导，通过收费租用的方式赋能其他物业公司。
定制化服务	天石云、慧服务	“平台+管家”系统	针对客户的需求进行相关软硬件的订制研发。
BPaaS 赋能	万物云	万物云空间全连接平台	针对不同场景将业务流程所有的供应链和科技资源集成内置到平台业务流程网络中，并辅助集成相关专业人员，将整个业务流程输出赋能给其他物业公司。

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

在此基础上，我们对怎样的物业企业能完成成熟平台化进行进一步探索，主要有以下几个维度，

1) 规模：从美团、淘宝、微信等平台来看，平台覆盖规模直接决定网络效应的强弱，各类平台发展前期均无可避免地进行市场占有率的争夺；其次，科技虽然能优化单盘盈利模型，但在探索阶段，规模扩张对收入提升的效果更立竿见影，规模直接影响研发投入的资金空间；另一方面，智能化技术存在明显的规模效应，应用层级越多、覆盖面越广的公司的营运效率提升越明显；同时，布局广泛能增加应用场景的细分类别，产品细化能力增强；因此，万物云、碧桂园服务、龙湖等背靠龙头开发商的企业优势显著；



2) 广度: 不同业态存在物业管理服务的差异性, 而普遍认可的标准的建立无法跳过对全部业态的覆盖, 碧桂园服务、金科服务等从社区平台科技向城市平台科技的转型便体现了这一点; 因此, 覆盖多业态的万物云、千丁、碧桂园服务、金科服务存在优势;

3) 深度: 科技的技术深度直接将各阶段企业区分开, 科技深度决定赋能第三方的可能性, 但另一方面, 物业科技的应用属性较强, 第一梯队科技物企不存在技术代差, 能否更广泛地铺开、能否适应多个场景的重要性较强; 这一方面, 万物云、千丁、金科服务、绿城服务、腾讯海纳存在优势。

4) 供应链能力: 随着物业企业规模扩张, 满足公司物资采购的难度逐渐增加, 供应链的重要性开始凸显。一方面完善的供应链能保证公司规模采购的顺利, 增强对上游的议价能力, 控制成本; 另一方面, 参考海底捞与旗下的蜀海、颐海国际的发展来看, 优质的供应链系统拥有集约化的成本优势, 以此赋能中小企业, 扩大自身供应体系的接受度, 跑马圈地, 是综合化解决方案不可缺少的部分; 这一方面, 以三种模式为主, 1) 绿城服务的自建供应链, 以“幸福”系列为代表; 2) 万物云、腾讯海纳的母公司自有供应链; 3) 碧桂园服务、千丁、金科服务为代表的供应链外包、战略合作。母公司供应链资源相对成熟且成本较低, 例如万科的物流、冰雪、养老等事业条线能将相关服务供应链直接迁移至物业公司应用, 腾讯微信平台的流量以及庞大的技术资源库能快速迁移至海纳平台构建体系; 而自建供应链由于物业公司规模效应受限, 上游议价能力较弱。总结来看, 母公司自有供应链>自建供应链>供应链外包、战略合作, 万物云和腾讯海纳拥有较大优势。

综合来看, 我们认为在进入成熟平台化的进程中, 当前因素的重要性为规模>广度>深度>供应链能力(由于行业集中度较低, 供应链重要性尚未完全显现), 由此来看, 排名依次为:

第一梯队: 万物云、千丁、碧桂园服务, 规模布局广泛, 覆盖几乎全部业态和品类, 科技体系深度强, 最有机会构建行业标准。

第二梯队: 金科服务, 规模相对优势不明显, 自研科技能力强劲, 应用的范围存在一定限制。

第三梯队: 绿城服务、腾讯海纳, 在应用规模方面较弱, 需要通过联合的方式进行应用的研发试验, 绿城服务拥有自建供应链布局, 但其作用尚未兑现。

综合以上, 当前上市物企在科技方面建议关注的排序为碧桂园服务、金科服务、绿城服务。

表 23: 部分公司产品 and 资质情况 (灰底为初步平台化企业)

公司	平台化产品	经营情况	历史获取高新技术企业资质情况
万物云	万物云	2020 年营收 182 亿元, 管理面积 5.66 亿方, 管理项目 4767 个	省市级
千丁	千丁	管理面积 12 亿方, 合作 9000 个社区、1952 个企业	省市级



碧桂园服务	天石云	管理面积 3.77 亿方，服务 377 万户业主，合作 3277 个项目	国家级
金科服务	天启云城	2020 年科技服务营收 4773 万元，金科服务在管面积 1.56 亿方	国家级
绿城服务	慧服务、绿联盟	2020 年绿城服务在管面积 2.51 亿方	-
彩生活	-	2020 年彩生活在管面积 3.6 亿方	国家级
佳兆业美好	-	2020 年佳兆业美好在管面积 5750 万方	国家级

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

3.3. 意义：降本-增效-创收，三阶段持续优化

在物业管理的提价尚不明确的情况下，科技作为降本增效的有效手段，是优化物业企业的单盘盈利模型的重要环节。我们认为，根据物业企业科技发展的阶段，科技优化模型存在三阶段的意义：

1) 降本：降低成本是物业科技最基础的意义，现阶段劳动密集的属性下，物业公司人工成本占比较大，一方面用数字化设备取代一线员工的部分人力工作，另一方面用集中化的中后台系统取代人员管理，能有效降低人工成本。

对应阶段：中后台电算化、硬件数字化

2) 增效：电算化的中后台系统和数字化硬件取代部分人力的基础上，在经营决策的层面，以大数据和 AI 人工智能为基础的技术能对人员调度、设备维护预判等内容进行优化，技术的决策维度更多、反馈决策周期短、不易出错，同时可根据数据不断改善自身系统，实现效率的提升。

对应阶段：智能化

3) 创收：在完成前几个阶段的产品后，通过平台集成，可以生成独立产品，并对外输出赋能，如此科技产品就拥有独立创收能力。更进一步而言，如果未来有企业能完成被普遍认可的物业科技服务产品标准，便可通过跨公司的平台赋能，完成对行业的广泛覆盖。

对应阶段：初步平台化、成熟平台化

综合来看，物业科技对物业企业单盘盈利模型优化的三个阶段内容互相独立，层级逐步推进，而当前多数公司仍处于降本阶段，未来物业科技发展的盈利提升作用仍存在较大的挖掘空间。

3.4. 场景测算：科技替代减少人员配置，人均效率提升明显

基于以上的分阶段逻辑，依托现有的科技住宅小区物业管理场景对科技赋能情况下的降本增效情况进行测算：

假设：住宅小区一共 4000 户、每户面积 100 方，共计面积 40 万方，为三门小区，公区面积 10 万方。

1) 对管理人员而言，硬件数字化阶段下费用的收缴和核算主要通过线上平台和系统中后台完成，可以相应减少收费人员的配置；而到智能化阶段，经理等统筹管理人员由于智能化调度的增效，单人覆盖的管理半径增加，可覆盖多个小区，同时客服由于 AI 语音客户的存在，可以适当减少日常客服人员配置。

2) 在保洁人员方面，硬件数字化阶段可使用清扫机器人等工具取代部分人力，人力的



作用向机器操作和检查验收等方向转型，我们假设其中能削减约 25%的人员配置；而到智能化阶段，由于智能化调度和智能化环境检测的存在，人员配置进一步减少。

3) 保安人员方面，硬件数字化阶段，门岗和巡逻的人员由于监控设备的使用，可以减少轮班的频率，假设其中可由三班变为两班，这两个岗位上可减少 1/3 的人员，停车管理方面，日常的看护难度低，可直接由智能车闸等设备代替，相关人员可并入监控人员；在智能化阶段，出于多个小区间智能化调度的增效，人员配置再减少 25%。

4) 绿化人员方面，通过室内室外的自动喷灌、除草机器等设备增加效率，其中专业化的养护管理和园艺设计难以被完全取代。

5) 维保人员方面，由于安全检测要求较难被设备取代，且当前维保的覆盖面往往是出于应急和安全考虑，并非效率不及，因此人员配置取代的比例较小。

综合来看，两阶段的科技降本增效主要作用于保安和保洁两方面，我们对两阶段科技应用后的人员配置情况进行估算，对两阶段科技应用后的人均效率进行测算；并在不考虑薪酬变化的情况下，对人工成本的降低空间进行测算。（各地服务标准较多，缺少统一标准，采用《深圳物业管理服务收费指导标准表的分级内容》进行参考）根据测算（括号内为两阶段科技应用后的变化）：

- 1) 一级服务（绿化覆盖率 30%以上，有足够的社区文化服务场地）：
人均在管面积 0.28 万方/人提升至（0.38 万方/人,0.47 万方/人），分别提升 32.7%、65.5%，人工成本降低 24.64%/39.57%。
- 2) 二级服务（绿化覆盖率 25%以上，有足够的社区文化服务场地）：
人均在管面积 0.35 万方/人提升至（0.47 万方/人,0.61 万方/人），分别提升 33.3%、71.7%，人工成本降低 25%/41.76%。
- 3) 三级服务（绿化覆盖率 20%以上，有足够的社区文化服务场地）：
人均在管面积 0.42 万方/人提升至（0.56 万方/人,0.69 万方/人），分别提升 33%、65.1%，人工成本降低 24.81%/39.43%。
- 4) 四级服务（绿化覆盖率 15%以上）：
人均在管面积 0.50 万方/人提升至（0.66 万方/人,0.77 万方/人），分别提升 31.2%、53.9%，人工成本降低 23.75%/35%。

整体来看，硬件数字化和智能化两阶段对典型住宅小区人均在管面积的效率提升幅度约为 30%和 60%，对人工成本的降幅约为 25%和 40%。

表 24：一级服务科技降本增效场景测算

人员类型	人员配置标准	常规配置人数	硬件数字化阶段	智能化阶段
管理人员	1 人/5 万方	8	6	3
-经理		2	2	1
-客服		3	3	1
-收费		3	1	1
保洁人员	1 人/1 万方	40	31	25
-班长		2	2	1
-楼梯		8	6	5
-电梯		8	6	5
-室外		8	6	5



-室内		14	11	9
保安人员	1人/0.8万方	50	32	25
-队长		2	2	1
-门岗		18	12	9
-巡逻		18	12	9
-监控		6	6	6
-停车		6	0	0
绿化人员	1人/1.5万方	27	21	17
-主管		2	1	1
-园艺师		2	2	1
-室外绿化		15	12	10
-室内绿化		8	6	5
维保人员	1人/2.5万方	16	16	15
-班长		2	2	1
-水工		3	3	3
-电梯工		2	2	2
-电工		4	4	4
-综合维修工		2	2	2
-配电间值班		3	3	3
合计		141	106	85
人均在管面积(万方/人)		0.28	0.38	0.47
提升效率			32.70%	65.49%
人工成本降幅			26.64%	39.57%

数据来源：元博网，东北证券

表 25：二级服务科技降本增效场景测算

人员类型	人员配置标准	常规配置人数	硬件数字化阶段	智能化阶段
管理人员	1人/6万方	7	6	3
-经理		1	1	1
-客服		3	3	1
-收费		3	2	1
保洁人员	1人/1.2万方	33	25	19
-班长		1	1	1
-楼梯		6	5	3
-电梯		6	4	3
-室外		8	6	5
-室内		12	9	7
保安人员	1人/1万方	40	25	19
-队长		2	1	1
-门岗		14	9	6
-巡逻		14	9	6
-监控		6	6	6
-停车		4	0	0



绿化人员	1人/2万方	20	16	12
-主管		1	1	1
-园艺师		2	2	1
-室外绿化		10	8	6
-室内绿化		7	5	4
维保人员	1人/3万方	13	13	13
-班长		1	1	1
-水工		1	1	1
-电梯工		2	2	2
-电工		3	3	3
-综合维修工		3	3	3
-配电间值班		3	3	3
合计		113	85	66
人均在管面积(万方/人)		0.35	0.47	0.61
提升效率			33.33%	71.72%
人工成本降幅			25%	41.76%

数据来源：元博网，东北证券

表 26: 三级服务科技降本增效场景测算

人员类型	人员配置标准	常规配置人数	硬件数字化阶段	智能化阶段
管理人员	1人/7万方	6	5	3
-经理		1	1	1
-客服		3	3	1
-收费		2	1	1
保洁人员	1人/1.4万方	29	23	18
-班长		1	1	1
-楼梯		5	4	3
-电梯		5	4	3
-室外		8	6	5
-室内		10	8	6
保安人员	1人/1.2万方	33	21	17
-队长		1	1	1
-门岗		12	8	6
-巡逻		12	8	6
-监控		4	4	4
-停车		4	0	0
绿化人员	1人/2.5万方	16	12	9
-主管		1	1	1
-园艺师		2	2	1
-室外绿化		8	6	5
-室内绿化		5	3	2
维保人员	1人/3.5万方	11	11	11
-班长		1	1	1



-水工	1	1	1
-电梯工	1	1	1
-电工	2	2	2
-综合维修工	3	3	3
-配电间值班	3	3	3
合计	96	72	58
人均在管面积(万方/人)	0.42	0.56	0.69
提升效率	-	33.00%	65.11%
人工成本降幅	-	24.81%	39.43%

数据来源: 元博网, 东北证券

表 27: 四级服务科技降本增效场景测算

人员类型	人员配置标准	常规配置人数	硬件数字化阶段	智能化阶段
管理人员	1人/8万方	5	4	3
-经理		1	1	1
-客服		2	2	1
-收费		2	1	1
保洁人员	1人/1.6万方	25	19	16
-班长		1	1	1
-楼梯		4	3	3
-电梯		4	3	3
-室外		7	5	4
-室内		9	7	5
保安人员	1人/1.5万方	27	20	16
-队长		1	1	1
-门岗		10	8	6
-巡逻		10	8	6
-监控		3	3	3
-停车		3	0	0
绿化人员	1人/3万方	13	8	7
-主管		1	1	1
-园艺师		1	1	1
-室外绿化		7	4	3
-室内绿化		4	2	2
维保人员	1人/4万方	10	10	10
-班长		1	1	1
-水工		1	1	1
-电梯工		1	1	1
-电工		2	2	2
-综合维修工		2	2	2
-配电间值班		3	3	3
合计		80	61	52
人均在管面积(万方/人)		0.50	0.66	0.77



提升效率	-	31.15%	53.85%
人工成本降幅	-	23.75%	35%

数据来源：元博网，东北证券

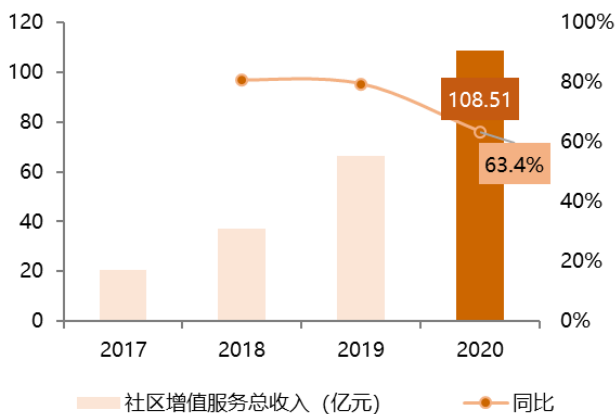
4. 社区增值服务成长路在何方？

4.1. 财务：收入总额提升迅速，贡献度提升明显

在科技降本增效的同时，社区增值服务作为行业增长的“第二曲线”，是物管公司开源创收并提升单盘盈利能力的重要抓手，在未来存量时代的竞争中决定公司的生存能力。由于社区增值服务整体仍处于发展阶段初期，我们以 11 家社区增值服务已初具规模的重点物业公司作为样本，对社区增值服务当前的发展情况进行梳理。（11 家样本公司为碧桂园服务、金科服务、绿城服务、永升生活服务、保利物业、融创服务、世茂服务、雅生活服务、新城悦服务、中海物业、华润万象生活）

2020 年 11 家重点物业公司的社区增值服务收入总额达到 108.51 亿元，同比增长 63.4%；收入占比平均值从 2019 年的 13% 提升至 15.3%；毛利占比的平均值从 2019 年的 24.5% 提升至 24.7%，成为重要的利润来源；平均毛利率从 2019 年的 46.4% 降低至 41.8%，主要原因在于车位运营、空间运营等高毛利服务已拓展完全，而毛利率较低的社区零售和美居服务等服务逐渐发力，占比提升明显，边际影响下整体毛利率降低。

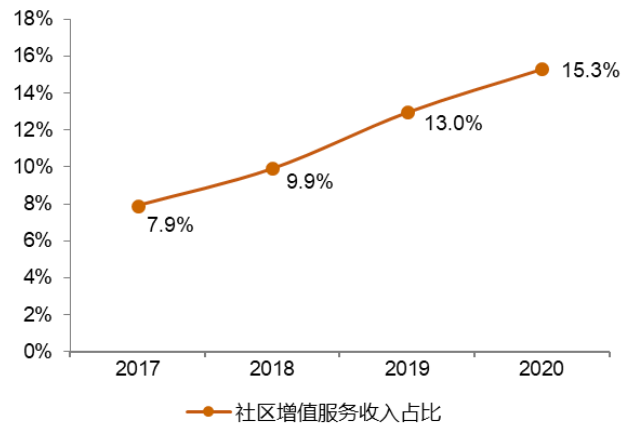
图 55: 物管公司社区增值服务收入（亿元）及同比



数据来源：公司公告，东北证券

注：样本为 11 家重点物业公司

图 56: 物管公司社区增值服务收入占比平均值

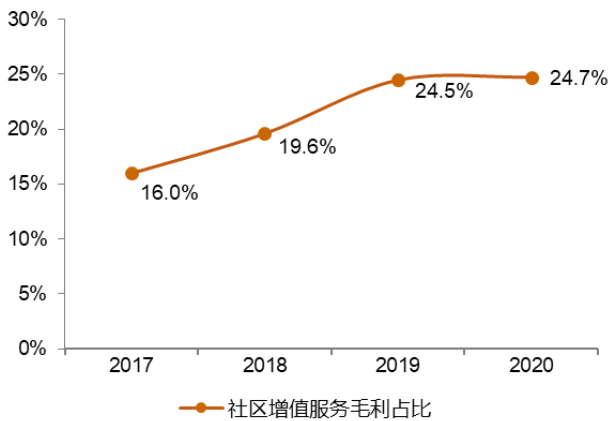


数据来源：公司公告，东北证券

注：样本为 11 家重点物业公司



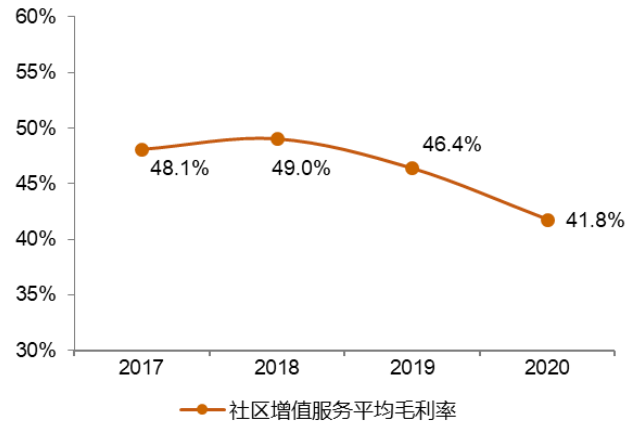
图 57: 物管公司社区增值服务平均毛利占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 样本为 11 家重点物业公司

图 58: 物管公司社区增值服务平均毛利率



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 样本为 11 家重点物业公司

表 28: 物管公司收入结构和毛利结构

		收入结构				毛利结构			
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
碧桂园服务	物业管理服务	81.5%	73.7%	60.3%	55.1%	72.2%	62.4%	57.4%	56.2%
	非业主增值服务	10.5%	16.9%	14.7%	8.8%	13.7%	21.6%	19.1%	11.8%
	社区增值服务	7.7%	8.9%	9.0%	11.1%	13.5%	15.7%	18.8%	21.3%
	其他	0.3%	0.5%	16.0%	25.0%	0.6%	0.4%	4.8%	10.8%
金科服务	物业管理服务	72.7%	66.9%	63.0%	60.2%	57.6%	51.3%	50.1%	53.2%
	非业主增值服务	19.4%	24.1%	25.6%	26.1%	24.4%	30.8%	30.5%	29.4%
	社区增值服务	7.3%	8.2%	10.3%	12.2%	16.5%	16.5%	17.3%	14.8%
	其他	0.6%	0.7%	1.2%	1.5%	1.5%	1.3%	2.0%	2.5%
绿城服务	物业管理服务	69.3%	66.5%	63.5%	63.6%	42.2%	42.4%	40.1%	42.7%
	非业主增值服务	13.2%	14.0%	14.2%	14.8%	26.0%	29.8%	26.4%	25.4%
	社区增值服务	17.5%	19.5%	22.3%	21.5%	31.9%	27.8%	33.5%	31.9%
	其他	-	-	-	-	-	-	-	-
永升生活服务	物业管理服务	65.1%	62.0%	57.0%	56.3%	46.5%	44.6%	42.6%	45.6%
	非业主增值服务	15.2%	18.4%	25.7%	25.3%	15.9%	14.7%	12.8%	14.4%
	社区增值服务	19.7%	19.6%	17.3%	18.3%	37.6%	40.7%	44.6%	40.0%
	其他	-	-	-	-	-	-	-	-
保利物业	物业管理服务	74.7%	68.8%	64.4%	61.8%	57.3%	48.1%	45.0%	46.7%
	非业主增值服务	15.5%	16.5%	16.2%	16.3%	17.3%	16.5%	16.2%	18.0%
	社区增值服务	9.9%	14.7%	19.3%	21.8%	25.4%	35.4%	38.8%	35.3%
	其他	-	-	-	-	-	-	-	-
融创服务	物业管理服务	51.7%	41.3%	40.6%	60.0%	3.9%	11.5%	18.9%	46.9%
	非业主增值服务	47.2%	55.9%	55.6%	36.2%	95.1%	85.6%	76.0%	46.7%
	社区增值服务	1.1%	2.9%	3.8%	3.8%	1.1%	2.9%	5.1%	6.4%
	其他	-	-	-	-	-	-	-	-
世茂服务	物业管理服务	70.4%	63.8%	48.2%	54.0%	64.1%	58.9%	41.6%	46.6%
	非业主增值服务	23.6%	29.0%	25.8%	14.2%	26.6%	29.9%	21.7%	12.7%



	社区增值服务	6.0%	7.1%	26.1%	31.9%	9.3%	11.1%	36.8%	40.7%
	其他	-	-	-	-	-	-	-	-
雅生活服务	物业管理服务	68.5%	48.1%	55.2%	72.9%	54.9%	34.5%	38.0%	47.6%
	非业主增值服务	25.7%	43.3%	35.3%	15.3%	37.9%	54.1%	47.9%	33.6%
	社区增值服务	5.8%	8.6%	9.5%	11.8%	7.2%	11.4%	14.0%	18.8%
	其他	-	-	-	-	-	-	-	-
新城悦服务	物业管理服务	65.4%	63.6%	41.9%	43.7%	59.2%	60.0%	40.3%	44.6%
	非业主增值服务	20.2%	25.8%	32.0%	25.2%	15.9%	22.3%	30.1%	23.9%
	社区增值服务	5.0%	4.2%	8.7%	17.3%	15.1%	11.6%	18.9%	24.3%
	其他	9.4%	6.4%	17.4%	13.8%	9.8%	6.1%	10.7%	7.2%
中海物业	物业管理服务	-	78.5%	75.2%	74.2%	-	63.7%	60.9%	65.3%
	非业主增值服务	-	14.0%	16.8%	17.9%	-	17.6%	20.9%	19.7%
	社区增值服务	-	7.5%	7.9%	7.6%	-	18.7%	17.8%	14.6%
	其他	-	-	0.2%	0.3%	-	-	0.4%	0.4%
华润万象生活	物业管理服务	78.2%	76.2%	76.8%	75.3%	51.4%	46.5%	52.2%	58.2%
	非业主增值服务	14.8%	15.9%	14.6%	14.8%	30.4%	29.9%	24.3%	21.7%
	社区增值服务	7.0%	7.9%	8.6%	10.0%	18.2%	23.5%	23.5%	20.1%
	其他	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：公司公告，东北证券

4.2. 品类：两维度看增值服务品类，高生活相关性服务拓展空间较大

基于重点物管公司对增值服务品类的分类和覆盖，我们对各类社区增值服务的毛利率水平、渗透率水平进行分析，并由此对各类社区增值服务的拓展空间进行研判。（自营模式下，物业公司具体服务品类的毛利率披露较少，此处参考垂直领域的毛利率水平，由于物业公司无需支付外部渠道费用，毛利率水平相比垂直领域略高）：

1) 社区传媒及空间运营、车位运营等服务

自营模式下毛利率水平：空间运营 60-70%，车位运营 40-50%

渗透难度：低

覆盖面：多数主流物业公司

社区传媒和车位租售等服务为社区增值服务发展前期即大面积开展的服务类型，主要为开发商售出楼盘后的直接延伸服务。车位租售、社区广告等作为业主与社区互动最直接的服务，需求较为刚性且运营难度较低，毛利率水平高。从现有的主要物管公司的开展情况来看，几乎所有公司都有完成对这类服务的覆盖。

2) 社区零售、社区家政等服务

自营模式下毛利率水平：社区零售 20-30%，家政 15-25%

渗透难度：较低

覆盖面：多数主流物业公司已覆盖主要品类，团餐业务的覆盖面较低

社区零售、社区家政、团餐等服务与生活高度相关，渗透难度较低，但与空间运营、车位销售等服务的不同点在于，此类服务的可替代性较强，更依赖业主的主动选择，虽然此类服务同样存在一定的需求刚性，但门槛偏低、市场竞争者众多。当前大部分主流物企已覆盖此类业务。



3) 美居服务、社区养老、幼托、文旅等服务

自营模式下毛利率水平：美居 20-30%，养老 40-50%，幼托 40-50%，文旅 30-40%

渗透难度：中等

覆盖面：因具体业务的生活相关性不同而存在差异

此类服务相比社区零售、家政等服务存在更高的业务独立性，与业主生活部分相关，美居、养老、幼托、旅行等内容是业主生活的重要部分，而虽然专业性不及经纪、金融等业务，其渗透仍然一定程度上依赖于服务品质和业主认可，渗透难度适中。这类服务的开展作为业主追求生活品质的附加值较高的服务，对物业公司的口碑满意度的要求较高。从覆盖面来看，美居、养老、文旅的生活相关性依次递减，覆盖面也相应逐级减小。

4) 租售经纪、金融服务等服务

自营模式下毛利率水平：租售经纪 20-30%，金融服务 30-40%

渗透难度：高

覆盖面：多数主流物业公司已覆盖租售经纪业务，而金融服务覆盖面较小

租售经纪和金融服务等服务的需求只针对一部分业主，同时此类服务存在较高的专业性，面临来自垂直领域专业服务公司的竞争，渗透难度高。物业公司拓展此类服务主要方式为依托与业主的高频互动来获知需求，作为线下流量端口延伸性地开展此类业务。从覆盖情况来看，虽然多数主流物企均已开展租售经纪相关服务，但几乎没有物业公司将其作为重点业务发展。

综合来看，社区增值服务的毛利水平源于服务专业性、不可替代性与溢价空间，对业主的渗透难度则与生活相关性、服务独立性关联较大。1) 空间运营、车位运营等服务局限于小区场景，运营难度低，易于渗透，外部竞争公司难以进入，但此类业务服务溢价空间较小，且已被全面覆盖，拓展空间较小；2) 租售经纪、金融服务等业务存在较高的专业壁垒，面对垂直领域公司的竞争，物业公司于专业性上无法取得优势，渗透难度高；3) 社区零售、社区家政等服务与业主生活场景高度相关且专业性低，虽然面临外部竞争，但物业公司依托线下与业主高频次的互动可进行充分渗透，拓展空间较大；4) 美居、社区养老、幼托、文旅等服务同时拥有高生活相关性与较大的服务溢价空间，渗透难度适中而能够通过提升服务水平增厚收益，在覆盖面和服务深度方面都拥有较大的提升空间。

表 29: 重点物管公司社区增值服务品类

公司	空间运营	车位运营	租售经纪	金融	社区零售	社区家政	团餐	美居服务	养老、幼托	文化教育	旅行
碧桂园服务	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓		
金科服务	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
绿城服务	✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓	✓	✓
永升生活服务	✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓		
保利物业	✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓		
融创服务	✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓	✓	✓
世茂服务	✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓		
雅生活服务	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓			



新城悦服务	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	
中海物业	✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓
恒大物业	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
合景悠活	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
华润万象生活	✓	✓	✓		✓	✓		✓	

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

表 30：物业公司增值服务拓展情况

公司	增值服务拓展情况
碧桂园服务	收购城市纵横和文津国际保险，进入电梯广告和保险领域，已拥有增值创新、社区传媒、到家服务、家装服务、房屋租赁、园区空间六大业务线条
金科服务	依托邻里文化和高满意度发展社区文旅和康养服务
绿城服务	车位业务从重资产销售模式转向佣金模式；线上线下销售自营与合作商家产品，以店、仓、柜、驿站、市集为载体，构建了围绕业主的全消费场景；居家生活服务依托“四季管家”到家服务平台；与主流广告公司合作，开展自营空间服务
永升生活服务	重点发展家政家居、养老、美居等生活高度相关服务
融创服务	重点发展美居和到家服务
雅生活服务	打造“小雅”线上居家服务品牌、“乐享荟”零售服务品牌，与五粮液、宝洁等公司展开合作
新城悦服务	形成社区增值服务梯队，1)成熟级：拎包入住、尾盘销售、公共资源运营；2)成长级：社区零售、设施设备、团餐；3)储备级：租售、装修改造
恒大物业	2021年4月，以3920万元的总对价收购恒大保险经纪100%股权，获得保险经纪牌照

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

结合物管公司社区增值服务的品类收入结构、增速、毛利率来看，1)金科服务、绿城服务的社区增值服务收入增速、毛利率较同业偏低，主要由于低毛利率的零售、家政等服务占比较高，基于其服务的高生活相关性，拓展空间较大；2)碧桂园服务、雅生活服务、永升生活服务的增值服务毛利率水平领先同业，且高生活相关性服务占据主导，随着零售等业务不断渗透，仍将维持快速增长趋势和较高的盈利能力；3)融创服务以空间运营、车位服务等品类为主，尽管当前收入增速较高，未来服务拓展存在一定局限。



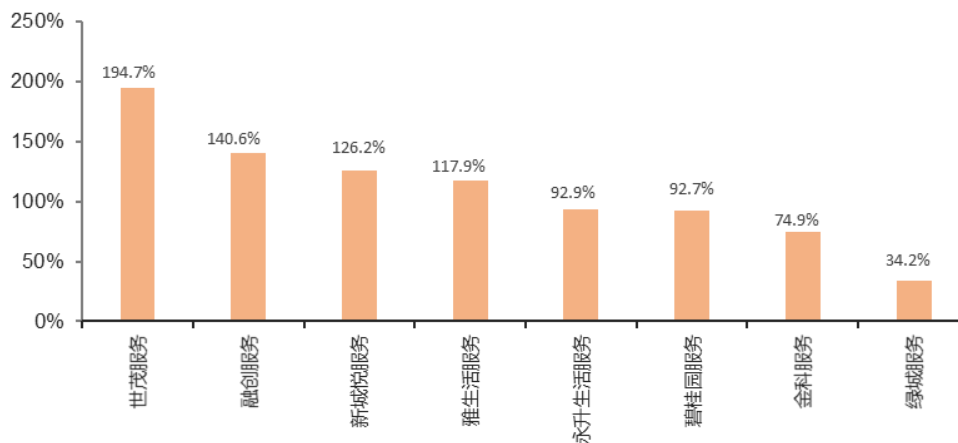
图 59: 2020 年重点物管公司社区增值服务品类收入结构

	空间运营、 车位服务	租售经纪、 金融服务	零售、家政	美居、养老、 幼托、文旅	其他	高生活相关服务
金科服务	20.2%	0.0%	60.7%	19.1%	0.0%	79.8%
雅生活服务	28.8%		60.0%	11.2%	0.0%	71.2%
绿城服务	19.3%	13.8%	43.8%	23.0%	0.0%	66.9%
碧桂园服务	27.8%	10.1%	48.2%	13.8%	0.0%	62.0%
世茂服务	42.0%	0.0%	20.6%	37.4%	0.0%	58.0%
永升生活服务	18.2%	24.3%	57.5%		0.0%	57.5%
新城悦服务	31.1%	0.0%	22.6%	31.3%	14.9%	53.9%
融创服务	47.6%	15.9%	19.5%	17.0%	0.0%	36.5%

数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

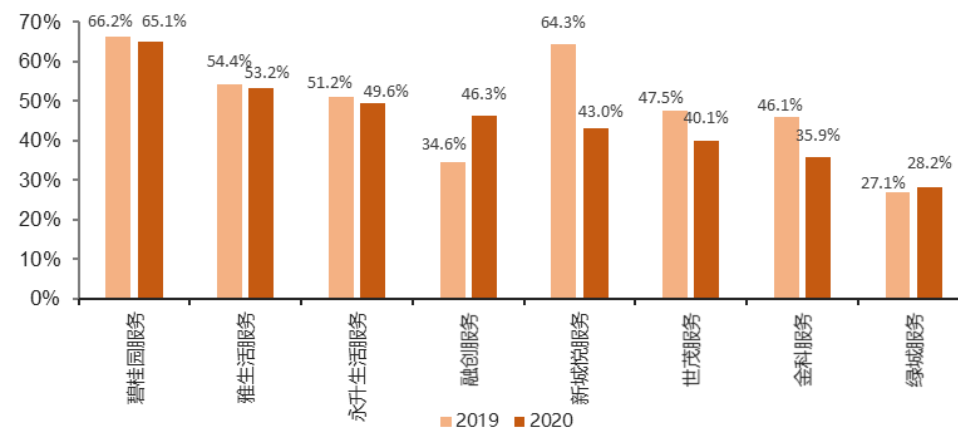
注: 按照高生活相关服务占社区增值服务收入排序; 高生活相关服务包括零售、家政、美居、养老、幼托、文旅等服务; 雅生活服务的非住宅增值服务包括在零售、家政等服务内; 金科服务、世茂服务、新城悦服务的经纪业务规模小且未披露具体收入, 未统计在内; 新城悦服务的其他服务为设施设备服务

图 60: 物业公司 2017-2020 年社区增值服务收入 CAGR 对比



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 61: 物业公司社区增值服务毛利率对比



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 按 2020 年社区增值服务毛利率排序



4.3. 模式：外包自营各具优势，规模与口碑区分竞争力

从公司层面而言，各公司进行社区增值服务的模式决定了未来发展的可能性，当前模式主要有以下两种：

1) **外包**：外包模式当中，多数社区增值服务并不由物业公司自有的业务团队进行运营，物业公司在其中为外部公司提供渠道进入社区，通过物业公司线下接触业主的机会获取线下的流量，并将外部公司的服务内容和供应链资源整合在公司自有平台上进行服务的开展。这种模式多适用于规模较大的物企，业主流量资源充分使得业务开展难度降低。

毛利率水平：较高

2) **自营**：自营模式中，社区增值服务直接由物业公司进行经营并建立相应的供应链，构建自有的增值业务体系平台，以多种的增值服务供给业主。这种模式多应用于口碑优质的物企，通过高业主满意度进行服务渗透，并逐步建立自有的服务体系。

毛利率水平：较低

单从模式本身来看，外包和自营模式各具优势，1) 外包模式下，物业公司作为渠道和整合平台，无需投入资源进行具体服务的经营，仅抽取渠道的佣金，毛利率水平高，能充分发挥线下流量端口的作用获取利润，适用于门槛低、毛利率水平低且市场供给充足、需要渠道进行筛选和导流的服务类型，例如社区零售、家政服务；2) 自营模式下，物业公司对服务进行直接运营，能够自由选择发展方向并有效把控服务质量，可充分享受服务溢价带来的收益提升，适用于拥有专业壁垒、服务溢价空间大、毛利率水平高的服务类型，例如租售经纪服务、养老服务、美居服务。

表 31：部分公司社区增值开展模式

公司	服务类型	模式
碧桂园服务	家居、社区团购、商业辅助营销	外包
	房地产租售经纪、空间运营服务	自营
绿城服务	社区零售、幼教、房产经纪、家居、空间运营、车位运营	自营+外包
金科服务	社区零售	自营+外包
	文旅、团餐、宠物、幼教、康养	自营
永升生活服务	社区工程、美居	自营+外包
	家政、社区零售	外包
雅生活服务	社区零售、美居、房修	外包
	空间运营、车位运营	自营

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

综合来看，1) 外包模式下，物业公司把握线下端口来构建渠道，并整合导流外部供应链，充足的线下流量是创收的基础，适合业主群体规模较大的物企；2) 自营模式下，物业公司由于在市场上的后发地位，构建规模效应的难度较高，主要盈利提升空间在于服务品质的溢价，适用于已建立良好口碑的物企通过高满意度引导业主为优质服务支付溢价。



因此，从模式角度来看，物业公司拓展社区增值服务的机会主要为以下两类：

1) 规模较大，具备流量优势的物业公司

代表公司：碧桂园服务、雅生活服务等

此类公司规模较同业领先，拥有全国性的广泛布局。外包模式下，线下流量充足，渠道优势较大，对接外部资源，将服务引入社区，一方面为外部公司引流，另一方面为业主进行服务筛选和引导，在社区零售、家政、空间运营等外部供应链完善且开展难度较低的领域具备较大的拓展空间。

2) 口碑优质，业主满意度变现难度低的物业公司

代表公司：金科服务、绿城服务、永升生活服务等

此类公司拥有同业中较优的口碑；外包模式下，可通过与业主的高亲近度渗透服务，为外部供应链完成“最后 100 米”的服务导流；自营模式下，在美居、文旅、养老、幼教等生活高相关服务方面，随着自身服务专业度的提升，依托高满意度，可将口碑变现获取服务溢价。

表 32：社区增值服务开展潜力较大的公司类型

特点	代表公司	适合社区增值服务类型
规模较大，具备流量优势	碧桂园服务、雅生活服务公司	社区零售、家政服务、空间运营
口碑优质，业主满意度变现难度低	金科服务、绿城服务、永升生活服务公司	美居服务、文旅、社区养老、幼教

数据来源：公司公告，东北证券

5. PE/PS 估值之辩

随着物业板块的增长逻辑开始逐渐清晰，部分市场观点提出，规模是物业公司竞争力的核心因素，以营收为基础的 PS 估值相比 PE 估值更能反映公司的长期价值，对常规的 PE 估值结合 PEG 验证的估值方法提出了挑战。

5.1. PS 估值是否适用引发争议，规模与盈利能力孰轻孰重？

当前，物业公司的估值主要采用 PE 结合 PEG 的估值方法：以股价和每股收益的比率得到市盈率 PE，通过 PE 的比较评价公司价值；以 PE 相对利润增速的比率得到 PEG，通过 PEG 的相对值对公司动态成长性进行验证，可寻找成长性被低估的公司。由于利润是公司业绩和能力的最直观的体现，PE（PEG）估值成为物业管理行业内被普遍认可的估值方法。然而另一方面，以市值和营收的比率得到市销率 PS 进行评价的 PS 估值法正在被尝试使用在物业行业中。我们通过对两种估值法的适用场景、局限性等方面的对比来探讨两种估值法在物业行业的应用方法。

首先，从 PE 和 PS 估值法的对比来看：

1) PE 估值法：

目前使用最广泛的估值方法，多数行业估值都会使用或参考 PE 估值，以利润为基础，对公司价值的反映较为直观清晰。

适用行业：周期性弱、业绩增长稳定的行业，如制造业、公共服务业等

局限性：受企业利润波动影响较大，无法用于亏损公司，对周期行业的估值存在



扭曲

2) PS 估值法:

以营业收入为基础，波动性较小、稳定性强，由于收入不会出现负值，通用性较强。

适用行业: 销售稳定、波动小且利润率低的行业或前期研发投入较高、利润波动较大的行业，如科技行业、互联网行业、零售业等

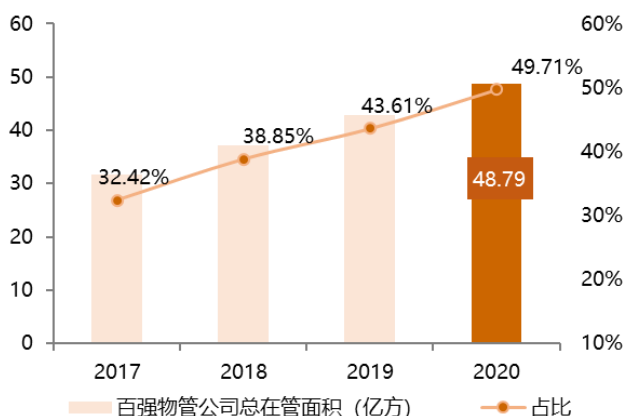
局限性: 无法体现企业的成本管控，无法消除关联影响，亏本销售情况下存在较大误导性

对物业行业而言，PE 估值法综合规模和盈利能力对公司价值进行评价，结合 PEG 能对公司成长性进行验证；而 PS 估值法将规模作为评价的最重要因素，忽略盈利能力差异带来的影响。因此，针对物业行业，PE 和 PS 估值的选择上，重点在于两个问题，1) 规模对物业公司价值是否具备较大影响？ 2) 当下盈利能力的高低是否能充分体现公司经营能力的优劣？

5.2. 规模构筑长期竞争优势，跑马圈地正当时

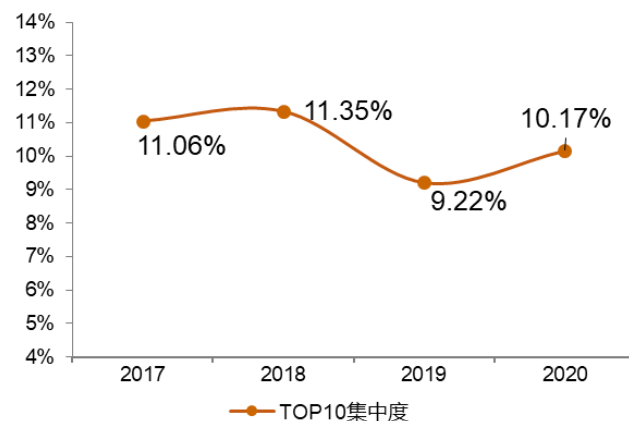
从第一个问题来看，物管行业处于扩张和整合的阶段，当前仍是跑马圈地的阶段。根据中指院数据，2020 年物业管理行业总管理面积 259.6 亿方，其中百强物管公司占比 49.71%，TOP10 集中度为 10.17%；结合克而瑞数据，2020 年房地产开发行业的百强集中度为 54.4%，TOP10 集中度为 21.3%，均高于物业管理行业，与上游对比，物业管理行业具备较多整合空间。对标发达国家来看，北美物管龙头 First Service 在北美地区的市占率达到 6%，而国内上市物企中在管面积最多的保利物业当前市占率也仅有 1.46%，差异明显。行业仍较为分散，格局尚未落定，由此物业公司
在保证单盘实现盈利的基础上，能否通过规模扩张抢占市场份额成为构筑竞争优势的关键。

图 62: 百强物管公司在管面积 (亿方) 及占比



数据来源: 中指院, 东北证券

图 63: 物业管理行业 TOP10 集中度



数据来源: 中指院, 东北证券

另一方面，规模是未来盈利能力提升的重要驱动力，1) 在项目密度上，深耕区域，单位区域内的规模效应能摊薄管理成本，降本增效； 2) 科技运用需要依托高规模下的多场景进行测试研发，提升智能化调度等技术在大规模、高密度的区域内拥有更

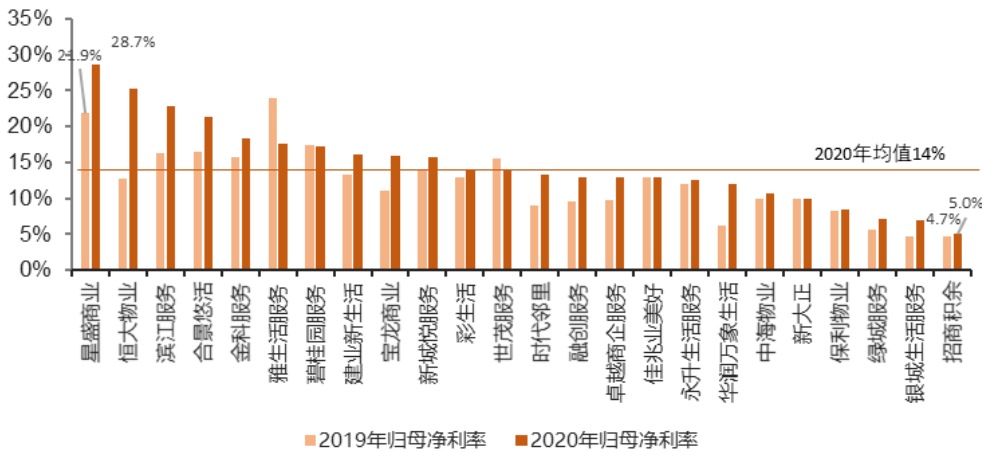


强的协同效应；3) 规模决定社区增值服务拓展的试错空间，基础用户数量的规模决定社区增值服务在跑通后复制迁移的潜力空间。

5.3. 盈利能力分化明显，利润率高不等于经营能力优劣

从第二个问题来看，无论是横向比较还是纵向比较均有明显分化，短期利润率的高低并不能完全体现公司经营能力的优劣。横向比较物业公司盈利能力水平的差异主要来源于，1) 公司的业态结构，合景悠活、星盛商业等商管公司毛利率较高，而保利物业、招商积余等公司由于公建类业态配置较多，毛利率较低；2) 对服务品质的投入力度以及社区增值服务的模式和品类，典型例子是绿城服务维持高口碑满意度与偏向自营的增值服务模式，毛利率水平较低。作为人力密集的轻资产行业，加大对人工和设施设备的投入，并以此提升服务品质及更多让利业主是物业公司积累口碑的关键，在长期维度上是打开物业费提价空间和培育社区增值服务土壤的关键，但短期来看，加大投入无疑会对利润造成压制，PE 估值存在部分扭曲的可能性。

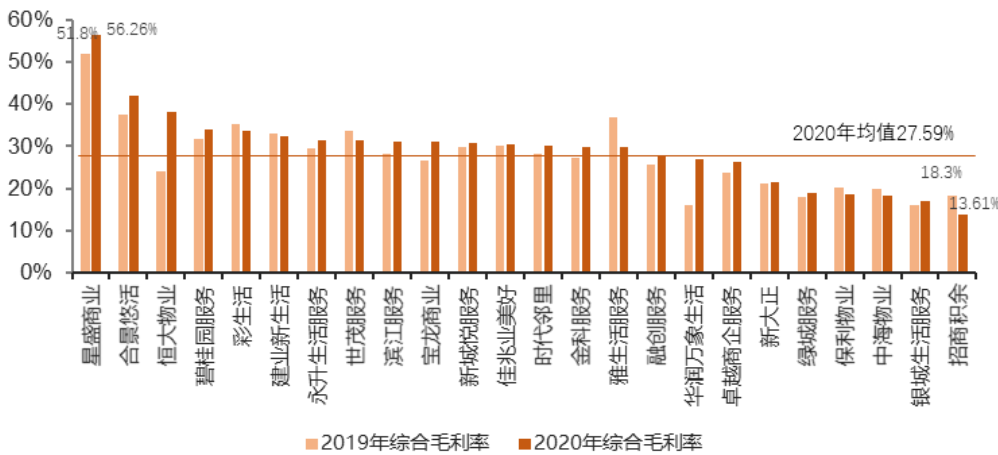
图 64: 部分重点物管公司归母净利润率



数据来源：公司公告，东北证券
注：按照 2020 年归母净利润排序



图 65: 部分重点物管公司综合毛利率



数据来源：公司公告，东北证券
注：按照 2020 年综合毛利率排序

5.4. PE/PS 估值交叉验证，掘金高增长潜力物企

从市场对物业公司采用 PS 估值法的质疑来看，主要疑问在于两个方面，1) PS 适用于销售稳定、波动小且利润率低的行业（零售等行业）或由于前期研发投入造成利润波动较大的行业（科技、互联网等行业），而物业行业营收和利润处于高速增长阶段，并且没有大量折旧对利润的影响；2) PS 估值法可能鼓励公司扩大收入而忽视利润，通过不加甄别的收并购、关联交易、盲目拓展社区增值服务等方式扩大规模与收入。

针对市场疑问，我们认为，1) 当前物业行业虽然处于跑马圈地的高速增长阶段，但在整合外拓、收并购项目以及探索社区增值服务的过程中，会带来利润率的短期波动，PS 估值法能降低短期波动的影响；2) 当前部分公司的低利润率是由于前期打造口碑增加投入导致的，长期可通过口碑提价回转，与互联网行业投入期增加补贴存在相似性；3) 针对关联方交易的问题，关联方依赖度较高的车位运营等服务毛利率往往高于培育期的非周期性服务，PE 估值实际上同样存在关联方带来的偏差，关联方交易的问题需要结合公司具体收入结构探讨，无法单纯通过估值方法解决；4) 针对盲目拓展社区增值服务虚增收入的问题，当前的社区增值服务自营的情况较少，而在占据多数的外包渠道抽佣模式下，收入扣除基本渠道运维成本后即为利润，收入虚增的可操作空间较小；5) 低质效的收并购项目无法通过收入规模辨别，的确存在部分虚增收入的可能性。综合而言，尽管对低质效收并购缺少甄别，PS 估值法在多数场景下仍具备较高的可行性。

我们认为，当前行业分散待整合的格局下，规模是整合行业、构建竞争优势的关键，同时规模能在项目密度、科技实力、社区增值服务拓展方面推动公司盈利能力提升，对当前物业公司的价值评价具备较大影响，PS 估值存在一定的适用性。另一方面，盈利能力分化不明显且决定因素较多，加大投入培养口碑会造成短期利润压制，PE 估值存在部分偏差，PS 估值法可弥补偏差带来的影响。但同时，PS 估值法对低质效收并购带来的低质量规模增长甄别度不足，更适用于在长期维度上评价增长确定性较强的公司。因此，我们认为，对具备良好口碑且规模较大的头部物业公司，在



PE 和 PEG 估值的基础上，可辅助 PS 估值在其中寻找短期盈利能力稍弱而长期潜力较大的公司。

从 PE/PS 两方面估值来看，中短期维度上，增长确定性是关键，结合 PE (PEG) 估值可挖掘低估的高盈利增长，建议关注金科服务、世茂服务、新城悦服务。其中，金科服务关联方增速较快、口碑优异、外拓力强，增长确定性高，对比可比公司永升生活服务的 PEG (2020-2023 年) 1.54 以及 18 家重点物企 (18 家公司如下表) 均值 1.14 来看，当前金科服务 PEG 仅为 0.94，存在低估；长期维度上，结合 PS 估值，能发掘因处于规模扩张期或让利积累口碑而短期盈利能力受压制的公司，这一点上来看，建议关注绿城服务、保利物业。其中以绿城服务为例，口碑优质、满意度高、科技实力强而利润率相比同业处于较低水平，长期而言随着项目提价、科技降本，利润率具备较大的提升空间，而 2021 年 PS 仅为 2.19，可比公司永升生活服务/金科服务的 2021 年 PS 为 5.63/6.96，18 家公司均值为 4.95，差距较大，长期维度来看，价值存在低估。

表 33: 部分物管公司 PE 及 PEG 估值表

公司名	股价 (元)	EPS				PE				PEG (20-23)
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
华润万象生活	44.58	0.36	0.62	0.90	1.20	123.22	71.41	49.44	37.22	2.49
融创服务	22.99	0.19	0.41	0.68	0.93	117.59	55.68	34.02	24.64	1.71
碧桂园服务	69.66	0.92	1.42	2.22	3.43	82.77	49.15	31.36	20.33	1.50
永升生活服务	17.34	0.23	0.36	0.53	0.75	73.47	47.99	33.02	23.00	1.54
世茂服务	22.14	0.29	0.54	0.90	1.47	74.80	41.19	24.65	15.10	1.05
新大正	44.59	1.22	1.09	1.54	2.03	55.32	40.95	29.03	22.00	1.02
金科服务	60.86	0.95	1.63	2.75	4.53	63.70	37.34	22.13	13.43	0.94
宝龙商业	23.63	0.47	0.65	0.89	1.22	49.39	36.58	26.40	19.42	1.34
绿城服务	9.79	0.22	0.33	0.48	0.68	44.26	29.86	20.52	14.37	0.97
保利物业	46.84	1.22	1.60	2.07	2.62	38.10	29.24	22.67	17.87	1.31
招商积余	17.72	0.41	0.65	0.88	1.17	43.18	27.27	20.10	15.18	1.04
中海物业	6.91	0.21	0.27	0.35	0.48	38.17	25.59	19.74	14.40	1.20
滨江服务	29.58	0.79	1.24	1.90	2.89	36.87	23.89	15.53	10.23	0.69
合景悠活	7.99	0.16	0.35	0.63	1.01	49.41	22.63	12.78	7.94	0.58
新城悦服务	19.55	0.55	0.87	1.20	1.68	37.32	22.60	16.30	11.67	0.83
雅生活服务	30.60	1.32	1.74	2.28	2.98	23.03	17.61	13.43	10.28	0.74
建业新生活	6.87	0.28	0.49	0.70	1.01	20.04	14.02	9.81	6.80	0.37
彩生活	2.66	0.41	0.46	-	-	7.64	5.78	-	-	-

数据来源：Wind，公司公告，东北证券

注：根据 PE (2021) 排序，股价日期为 2021 年 6 月 25 日，中海物业、彩生活、建业新生活为万得一致预期，其余为自主预测。

表 34: 部分重点物管公司 PS 估值

公司	市值 (亿元)	营业收入 (百万元)				PS			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
华润万象生活	998.57	6,778.91	9,329.86	12,602.26	16,521.42	14.73	10.70	7.92	6.04



碧桂园服务	2,203.40	15,600.42	24,947.92	38,440.63	58,099.04	14.12	8.83	5.73	3.79
融创服务	700.23	4,622.51	9,231.36	14,792.34	18,738.78	15.15	7.59	4.73	3.74
金科服务	389.90	3,358.94	5,599.82	9,045.38	14,142.06	11.61	6.96	4.31	2.76
世茂服务	513.66	5,025.69	9,104.31	13,726.36	19,852.53	10.22	5.64	3.74	2.59
永升生活服务	284.23	3,119.56	5,048.60	7,171.46	10,073.78	9.11	5.63	3.96	2.82
滨江服务	80.23	960.20	1,498.36	2,304.45	3,479.45	8.36	5.35	3.48	2.31
宝龙商业	149.33	1,922.82	2,944.97	3,841.58	5,029.71	7.77	5.07	3.89	2.97
合景悠活	158.21	1,517.23	3,837.97	6,869.71	10,505.38	10.43	4.12	2.30	1.51
新大正	72.58	1,318.35	1,912.41	2,772.96	3,968.22	5.51	3.80	2.62	1.83
新城悦服务	167.30	2,866.45	5,080.90	6,556.37	8,720.33	5.84	3.29	2.55	1.92
雅生活服务	426.40	10,026.15	14,422.75	20,537.79	28,849.27	4.25	2.96	2.08	1.48
中海物业	222.89	6,544.88	8,583.34	11,248.73	14,622.66	3.41	2.60	1.98	1.52
保利物业	254.31	8,037.16	11,229.68	14,880.67	19,235.74	3.16	2.26	1.71	1.32
绿城服务	311.64	10,105.65	14,199.73	19,804.35	27,490.75	3.08	2.19	1.57	1.13
建业新生活	84.73	2,654.50	3,966.21	5,764.99	8,839.77	3.19	2.14	1.47	0.96
招商积余	187.89	8,635.00	12,123.00	16,808.00	22,435.00	2.18	1.55	1.12	0.84
彩生活	37.98	3,596.45	-	-	-	1.06	-	-	-

数据来源：Wind，公司公告，东北证券

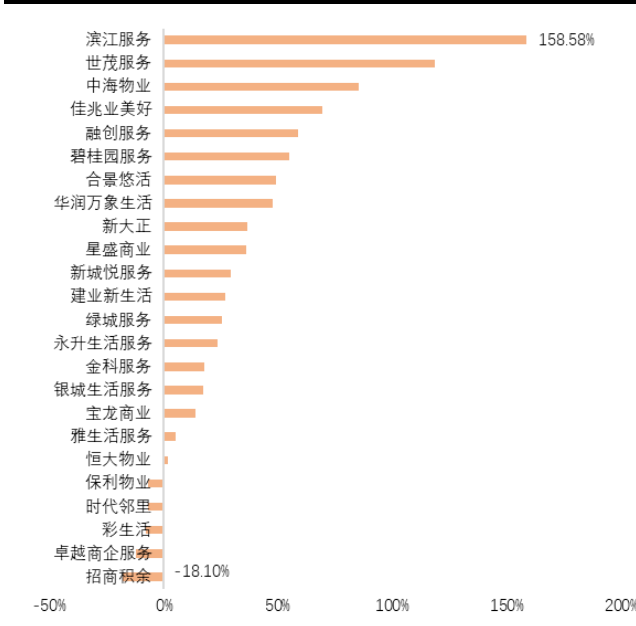
注：根据 PS（2021 年）排序，股价日期为 2021 年 6 月 25 日，均已换算为人民币，中海物业、彩生活、建业新生活为万得一致预期，其余为自主预测。



6. 投资建议

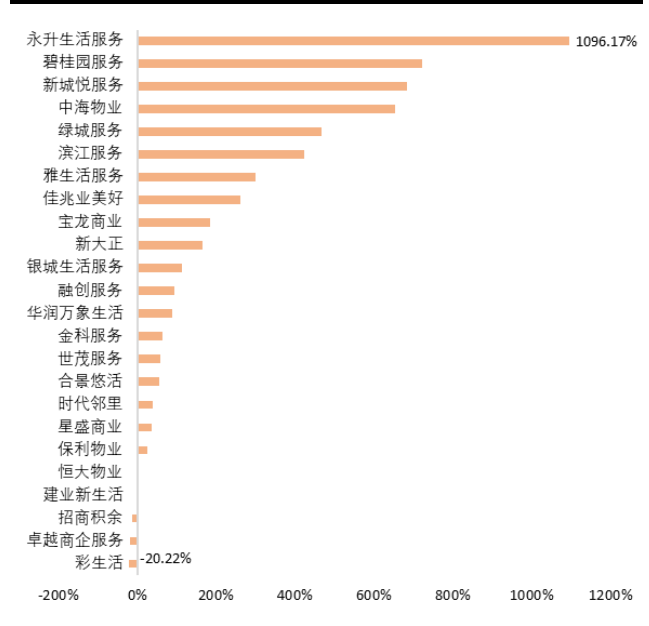
基于以上多角度分析，我们对未来物业板块进行研判，并给予相应的选股策略。复盘重点物业公司股价来看，24家重点物业企业年初至今涨幅均值为34.39%，多数主流物企股价年初至今实现较大幅度的增长，其中滨江服务年初至今上涨最为明显，涨幅为158.58%；重点物企上市至今涨幅均值为228.62%，其中永升生活服务涨幅最大，上市至今股价上涨1096.17%。

图 66: 物业公司年初至今涨跌幅



数据来源: Wind, 东北证券
注: 当前股价日期为 6 月 25 日

图 67: 物业公司上市至今涨跌幅



数据来源: Wind, 东北证券
注: 当前股价日期为 6 月 25 日

6.1. 长期投资策略: 关联方与品牌口碑为锚, 多维度优选公司

从长期角度来看, 物业公司的不同禀赋对公司未来发展的脉络具有决定性的影响。尽管从 2018 年的物企大规模上市至今, 各公司业务已呈现高度多元化, 业态方面多数主流物企已覆盖大部分业态类型, 增值服务方面从单个公司推陈出新到其他公司不断跟进, 多数物企也已发展出较为清晰的体系, 但与之相伴的是, 各公司不同禀赋带来的发展脉络也逐渐产生分化, 资源先天优势或是早期战略选择带来的先发布局, 都决定了公司的长期逻辑。我们认为, 长期投资需要重点关注以下维度, 1) 关联方实力, 是长期增长确定性的来源, 尤其在当前外拓竞争加剧的背景下, 关联方资源带来的非对称性优势会进一步放大; 2) 口碑满意度, 决定未来提价是否顺畅及社区增值服务的开展空间; 3) 科技实力, 保障单盘盈利曲线的优化和可持续性; 4) 规模, 决定管理集约化后的效率提升幅度以及社区增值服务规模效应摊薄供应链成本的可能性; 5) 赛道布局, 住宅赛道发展较为成熟, 整体规模较大, 为物业管理业务的基本盘; 商管赛道盈利能力强、单盘成长性强、提价难度低, 且拥有较强的服务溢价能力, 值得重点关注; 公建城市服务赛道专业性高、抗周期能力强, 能保障物业公司稳健增长; 6) 社区增值服务, 在外拓竞争加剧的情况下, 社区增值服务拓展对单盘盈利能力的优化愈发重要。



关联方支持带来的确定性在外拓加剧的竞争环境下重要性愈发突出；从央企背景物企通过政企合作获取公建项目、商管企业输出品牌等现象来看，业态赛道拓展与关联方属性息息相关；同时强关联方带来的规模和密度优势能在科技平台化探索、集约化降本增效、社区增值服务品类拓展试错方面使企业获得竞争优势，为规模、科技、服务浓度的长期提升提供基础；另一方面，口碑是提价逻辑是否顺畅的决定性因素，决定未来单盘创收的提升空间；外拓能力的构建一定程度上依赖于口碑满意度，在量价两方面均能提供长期推动力；高生活相关社区增值服务（养老、文旅、幼教等）的业主渗透取决于口碑满意度高低。因此，我们认为，关联方和口碑为其余几个维度的基础，是物业公司长期逻辑下最重要的两大维度。

结合估值方法来看，在 PE（PEG）估值法评价的基础上，针对口碑较好且规模较大的头部公司，采用 PS 估值进行交叉验证，可发掘公司的长期性价比，寻找短期盈利能力稍弱而长期潜力充足的公司。

具体来看，长期投资可关注以下几类机会：

- 1) 关联方为龙头房企、规模于同业领先的物业企业，规模增长确定性强，在外拓竞争加剧的背景下将扩大竞争优势；规模优势长期将增加科技赋能的场景应用、提升社区增值服务的流量优势，并利用规模效应摊薄管理成本、提升效率（包括项目规模和密度两方面），长期盈利能力改善机会较大。建议关注关联方位居房企销售前列，科技、赛道及社区增值服务布局完善，已具备规模优势的物企，看好碧桂园服务、融创服务。
- 2) 口碑优质、外拓力强、关联方成长性好的物企，高口碑满意度使其能充分受益于行业政策利好，通过项目提价增厚盈利能力，并助力社区增值服务拓展，关联方与市场化外拓的双轮驱动则保证了规模增长确定性，量价方面均具备较大的增长潜力。其中拥有较强科技实力的公司能进一步优化单盘盈利模型，值得重点关注。同时，由于外拓规模扩张期的利润波动及打造口碑带来的短期低利润率使部分公司 PE 估值产生偏差，可结合 PS 估值寻找被忽略的长期潜力。建议关注口碑优质，关联方成长性较强，外拓力与科技实力较强的物企，并进一步关注其中 PS 估值偏低，口碑打造后期能扭转盈利能力的物企，看好金科服务、永升生活服务、绿城服务。
- 3) 已建立优质品牌的商管公司，商管业务单价高、毛利率高，服务溢价能力强，随项目成长可持续优化创收能力，并依托品牌可进行轻资产输出，基于市场化、高流动性的业务环境吸纳扩张业务，已具备强内生增长逻辑；由于市场化和高流动性，马太效应明显，已积累优质商业品牌资源的公司成长性较为显著，建议关注品牌优质，关联方资源充足，已具备轻资产输出能力的商管公司，看好华润万象生活。
- 4) 央企背景、深耕公建业态的物企，公建物管专业壁垒高而周期性弱，尽管盈利能力不突出，长期来看能保障物企在外拓竞争加剧环境下的稳健增长；由于公建项目获取对公司专业能力、社会资源要求较高，建议关注长期布局公建业态的央企背景物企，看好保利物业、招商积余。

6.2. 中期投资策略：聚焦外拓与激励，探寻增长确定性

中期来看，公司体现出的增长确定性为最重要的关注点，考虑到公司禀赋无法短期内改变，更应关注对公司规模和效率提升较快的因素。我们认为，中期来看公司需关注两个维度，1) 外拓能力，保障公司中期规模增长的确定性，同时对收并购项



目存在边际改善作用；2) 激励机制，直接影响企业活力度，同时公司外拓力度也与激励机制存在较大关联；3) 关联方销售情况，确定性较强的边际改善来源。

具体来看，关联方交付的增长确定性强，外拓能力是行业扩张阶段保证公司高质量增长的重点，而公司口碑作为影响外拓能力的重要因素之一需要长期建立，无法一蹴而就，因此，建议关注口碑优质、关联方销售增速较高、强市场化招投标能力已被验证的公司，看好金科服务、永升生活服务、绿城服务。另一方面，中期维度上，公司的长期禀赋无法完全兑现，而激励机制带来的营运效率提升、外拓力度加强的确定性较高，建议关注当前时点下激励力度大、范围广的公司，看好金科服务、宝龙商业。

6.3. 短期投资策略：估值为锚，寻找业绩超预期个股

短期投资维度来看，估值是第一考量因素，寻找增长确定性强但 PEG 有所低估的公司或者基本面有一定瑕疵但短期内将迎来边际改善（往往在业绩期释放改善信号）的公司。从这个维度出发，我们推荐关注金科服务、世茂服务、宝龙商业、新城悦服务和绿城服务。

此外，中报季将至，历史表现来看板块在业绩期走势均较为强势。虽然我们认为在年初物业公司纷纷给出高指引背景的市场预期下，中报季板块整体旋律应是符合预期，不存在整体大幅超预期的基础，但我们同样认为高增长预期的实际兑现（部分公司存在超预期可能）还是会进一步强化市场信心。在提示中报季盈喜前瞻板块系统性投资机会的同时我们进一步提示关注金科服务、融创服务、世茂服务、合景悠活几只去年年末上市的优质次新股的中报表现，业绩超预期可能性较大。

另一方面，商管赛道空间宽阔，盈利能力强、服务溢价空间大，优于住宅赛道，应当具备估值溢价。宝龙商业 2021 年 PE 为 36.58，仅与二线住宅物业股估值水平相当，与同为商管企业的华润万象生活 2021 年 PE 水平 71.41，差距明显，存在低估，推荐关注。

7. 推荐标的

7.1. 碧桂园服务

回顾 2020 年年报：

业绩增长超预期，多元赛道发力收入结构改善。公司 2020 年实现营业收入 156 亿元，同比增长 61.7%；实现归母净利润 26.86 亿元，同比增长 60.8%，业绩增速超预期；非业主增值服务收入 13.7 亿元，占比同降低 5.9pct 至 8.8%，关联方依赖度降低；三供一业和城市服务收入占比分别达到 17.3%和 5.7%，多元赛道齐发力，结构趋于稳健。

物管毛利率维持行业领先，三轮驱动强化规模高增。2020 年公司物业管理服务收入 63.22 亿元，同比增长 37.1%，毛利率同比上升 4.5pct 至 34.6%，维持行业中的领先地位；除“三供一业”外的在管面积达到 3.77 亿方，同比增长 36.6%，合管比达到

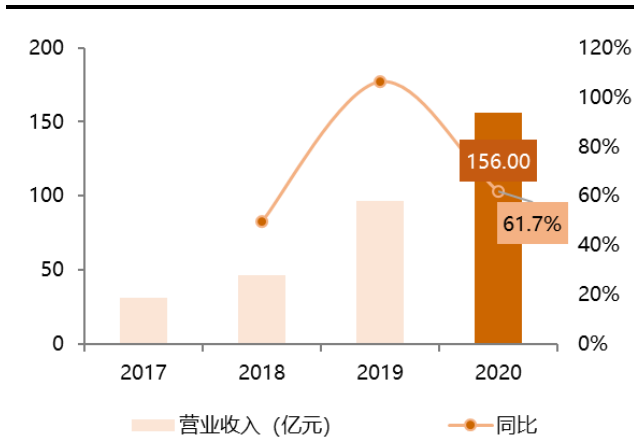


2.17,居行业前列;通过外拓获取新增合约面积 7246 万方,占新增合同面积的 53.3%,超过关联方成为新增面积主要来源,外拓能力增强,三轮驱动进一步强化。

社区增值服务成第二大利润来源,六大条线体系逐渐成熟。公司 2020 年实现社区增值服务收入 17.31 亿元,同比增长 100.1%,连续第二年增速超过 100%,毛利占比达到 21.3%,成为第二大利润来源,毛利率 65.1%,稳居行业领先地位;已构建六大社区增值服务条线,结构均衡,均已初具规模;其中社区传媒服务收入 3.5 亿元,同比增长 273.6%,受益于收购城市纵横以后的整合,提升迅速。

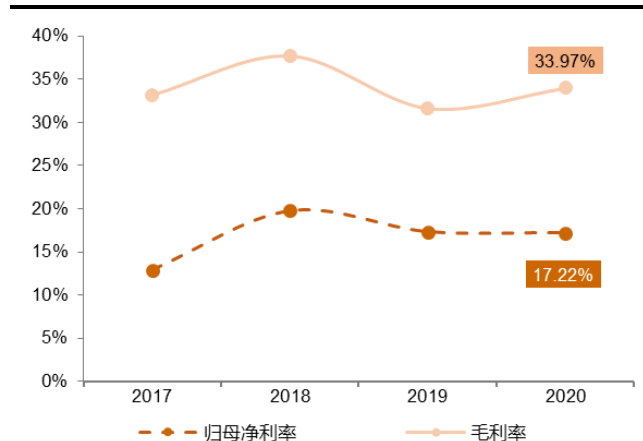
三供一业增值服务潜力亟待挖掘,城市服务增长有望加速。2020 年公司三供一业服务收入 26.99 亿元,同比增长 78.2%,随着相关增值服务拓展,潜力空间有望释放;城市服务收入 8.84 亿元,为 2019 年的 12.9 倍,增长的来源是收购满国康洁和福建东飞两家公司的并表。

图 68: 碧桂园服务营业收入(亿元)及同比



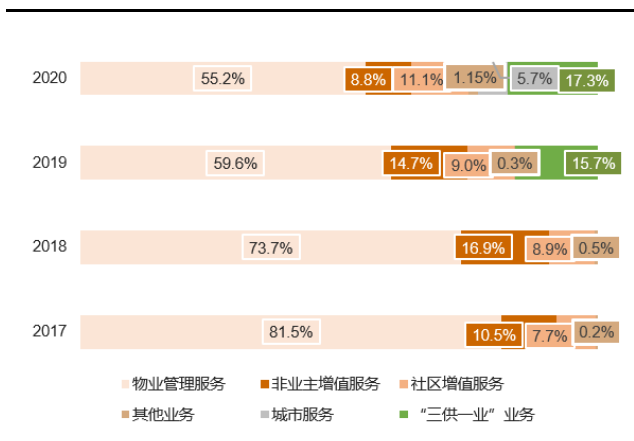
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 69: 碧桂园服务毛利率及归母净利润率



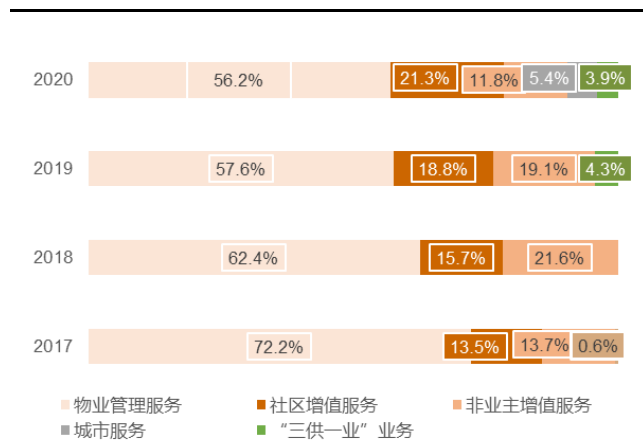
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 70: 碧桂园服务营收结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 71: 碧桂园服务毛利结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

投资逻辑:

关联方支持力度强,规模领先行业。公司关联房企碧桂园作为行业龙头,2017-2020年连续四年销售金额和销售面积均居行业第一,未来关联方的大量竣工交付可保障



公司在管面积的持续高速增长；2020 年公司在管/合约面积分别为 3.77/8.21 亿方，规模于行业领先，受益于规模效应，中后台管理成本降低，科技赋能的应用空间与社区增值服务的试错空间较大。

全业态布局，赛道多元边界宽阔。 公司已完成住宅、商办、公建、城市服务的全业态布局，其中，截至 2020 年底，作为独立板块的三供一业和城市服务收入占比分别达到 17.3%和 5.7%，三供一业、城市服务周期性弱、壁垒较高，且存在较大的相关增值服务拓展潜力，公司业务边界宽阔、盈利空间大。

科技实力强劲，平台已具备向外输出能力。 公司物业科技实力领先行业，截至 2020 年底公司已拥有 4 项发明专利、4 项实用新型专利、5 项高新技术产品以及 74 项软件著作权，与腾讯、阿里、海康等科技巨头展开深度合作；旗下科技平台天石云覆盖 B 端、C 端、G 端多个应用场景，在降本增效的基础上，已经拥有向外输出科技产品并创收的能力。另一方面，2021 年 1 月成立子公司美房智高机器人，加强机器人的研发销售，有望在提升公司人力机械化程度的同时，进一步增强输出产品的竞争力。

社区增值服务品类丰富，依托业主基数想象空间较大。 公司已建立六大社区增值服务条线，覆盖家居生活、园区空间、租售经纪等多个品类，业务结构均衡；2020 年社区增值服务毛利率 65.1%，于行业领先；公司项目已覆盖 424 万户业主，高业主基数下流量充足，社区增值服务拓展具备较大的想象空间。

根据业绩指引，预计公司未来 5 年利润复合增速超过 50%，增速位居同业中游水平，考虑到公司关联方实力、科技实力及社区增值服务的拓展潜力，业绩指引达成的可能性较高。预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 42.33/66.35/102.35 亿元，同比增速+57.6%/+56.7%/+54.3%，对应 EPS 分别为 1.42/2.22/3.43 元，当前股价对应 2021-2023PE 为 49.15/31.36/20.33 倍，基于公司的强关联方实力、平台化科技、多元业态覆盖以及高业主基数下的增值服务想象空间来看，值得长期重点关注。

7.2. 金科服务

回顾 2020 年年报：

业绩增长符合预期，科技赋能高项目密度推动效率优化。 2020 年实现营业收入 33.59 亿元，同比增长 44.3%；实现归母净利润 6.18 亿元，同比增长 68.5%，业绩增速符合预期；根据业绩指引，五年营收增长 10 倍，对应 2020-2025 年 CAGR58.5%，增速于行业领先；综合毛利率同比上升 2.4pct 至 29.7%；销管费用率同比下降 2.9pct 至 7.1%，费用管控能力居行业领先，主要源于 1) 科技赋能增强人均效能；2) 持续深耕区域，项目密度提升。

维持优质口碑，优选外拓保证项目品质。 2020 年物业管理服务收入 20.24 亿元，同比增长 38.1%，毛利率提升至 26.3%；在管面积达到 1.56 亿方，同比增长 29.6%，合约面积 2.77 亿方，同比增长 11.5%，增速下降的原因在于，1) 主动退场低质效项目；2) 鼓励拓展能当期转化营收的项目，拓展难度较大的存量项目占比提升；3) 选择性拓展高毛利率项目，住宅和非住业态的毛利率分别提升至 26%和 27.2%。续约率维持在 90%以上，综合满意度 93.9%，尽管规模增长略微减缓，但退盘和选择

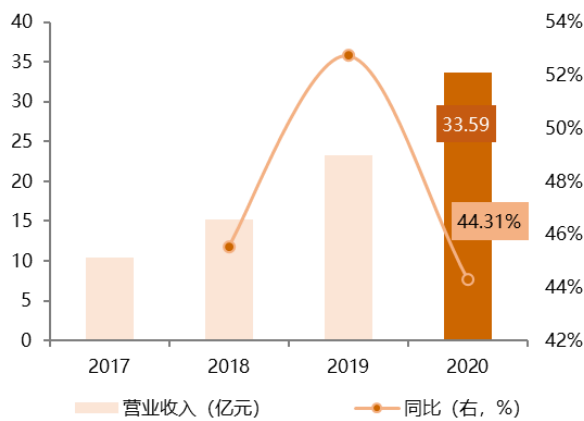


性拓展保证项目品质，同时维持优异口碑，高质量增长下有望持续提升盈利能力。

社区增值服务逐渐渗透，多场景口碑变现提升空间大。2020年社区增值服务收入4.11亿元，同比增长72.3%，收入占比提升至12.2%；受家庭生活服务占比提升的影响，业务毛利率下降至35.9%，但同时社区增值服务坪效大幅提升至0.25元/平米/月，社区渗透推进，伴随B端供应链建设完善，社区增值服务存在较大空间，1)非住业态在管面积同比增长超过80%，覆盖多个业态，服务应用场景增多；2)长期邻里文化运营和高满意度提供社群基础，口碑变现难度低，收入提升空间大。

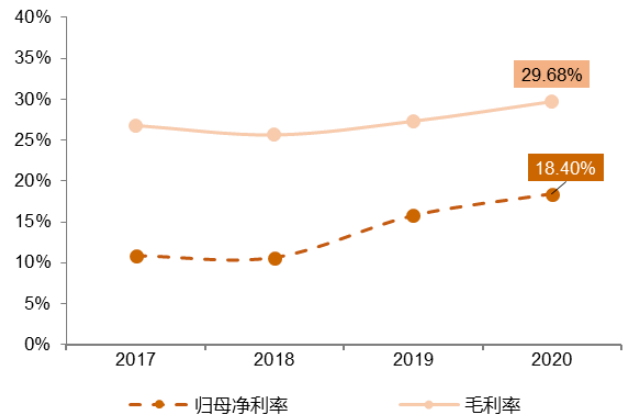
智慧科技服务增长迅速，降本创收双向发力。2020年智慧科技服务收入4770万元，同比增长77.3%，毛利率提升至53.6%；人力机械智能化在2019、2020年分别完成降本3000万元、5000万元，预计2021年降本1亿元以上，降本力度随规模增长而加强；科技体系对全国项目的覆盖率在50-70%之间，仍存在空间，且外拓项目占比高，科技应用潜力较大；已建立三个联合实验室对视频感知、AI等技术进行研发，覆盖全业态、体系成熟，并向城市服务平台迁移，创收能力将持续提升。

图 72: 金科营业收入 (亿元) 及同比



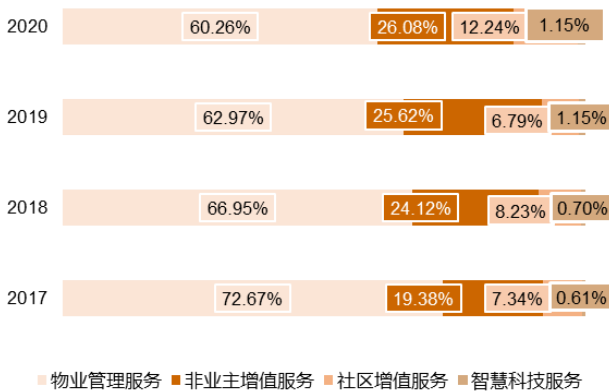
数据来源：公司公告，东北证券

图 73: 金科服务毛利率及归母净利率



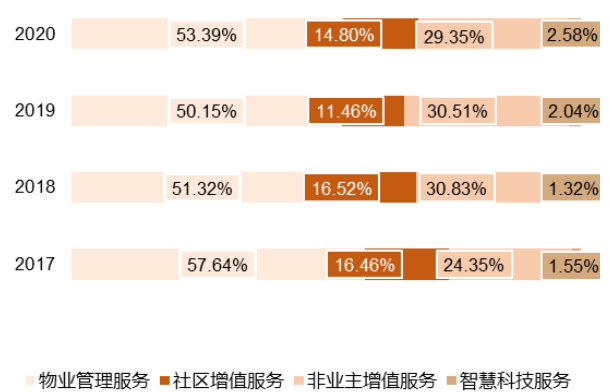
数据来源：公司公告，东北证券

图 74: 金科服务营收结构



数据来源：公司公告，东北证券

图 75: 金科服务毛利结构



数据来源：公司公告，东北证券

投资逻辑:



口碑优异，高业主满意度保障未来提价顺畅。在中指院统计的业主满意度中，2012-2020年公司的业主满意度连续九年超过90%，远超70-76%的行业均值；2018-2020年公司连续3年位列中指院“中国物业百强服务质量领先企业”，服务质量、满意度于行业领先。优异口碑保障未来物业费提价顺畅，并可持续助力公司外拓。

科技赋能实力优异，降本增效显著。公司拥有社区大数据中心、客户云服务中心，已实现数据可视化、服务智能化、管理信息化，具备同业少有的国家高新技术企业资质；2020年，公司在中指研究院“物业科技赋能领先企业”评选中位列第三；拥有科技平台天启云城，将科技应用从社区延伸至城市；借助科技提升自身运营效能，2020年公司人均营收38.35万元、人均在管面积1.78万方，处同业领先水平。

外拓实力处第一梯队，收并购依赖度低。公司外拓能力强劲，处主流物企第一梯队，2020年在管/合约面积中第三方来源占比分别为48.6%/56.3%，于同业当中均处第一梯队；2020H1公司收并购来源项目收入仅占外拓项目的1.17%，远低于同业水平，第三方项目中市场化外拓占据主导，收并购依赖度低，彰显强外拓能力。

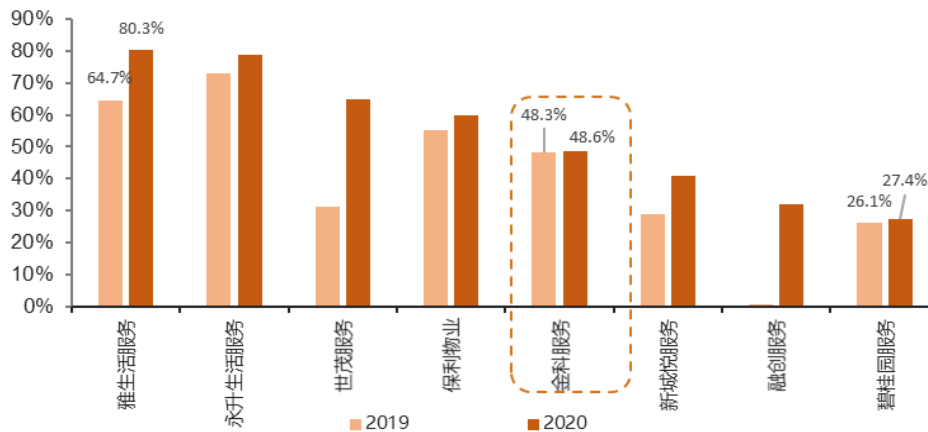
股权激励力度大、覆盖范围广。截至2020年底，员工持股计划覆盖雇员多达428人，三大员工持股平台恒业美好、金恒鸿鑫、天津卓越分别持有公司7.98%、0.44%、2.80%股份，共计占股11.22%。对比同业来看，激励力度、覆盖范围均在同业中领先。

结合估值来看，公司2021年PE为37.34，与可比公司永升生活服务的47.99差距较大；2020-2023年PEG为0.94，对比18家重点公司均值1.14和永升生活服务的1.54均处于较低水平，存在低估情况。

根据公司业绩指引，未来五年收入增长十倍，增速位居行业第一梯队，考虑到公司口碑优质、外拓力强、科技赋能平台化成效凸显，且社区增值服务的拓展空间较大，业绩指引完成的可能性较高。我们预测公司2021-2023年归母净利润分别为10.63/17.95/29.60亿元，同比增速+72.0%/+68.9%/+64.9%，对应EPS分别为1.63/2.75/4.53元。当前股价对应2021-2023PE为37.34/22.13/13.43倍，基于优质口碑、领先科技实力、强外拓力、高估值性价比方面的考虑，公司在长期、中期、短期维度上均值得重点关注。



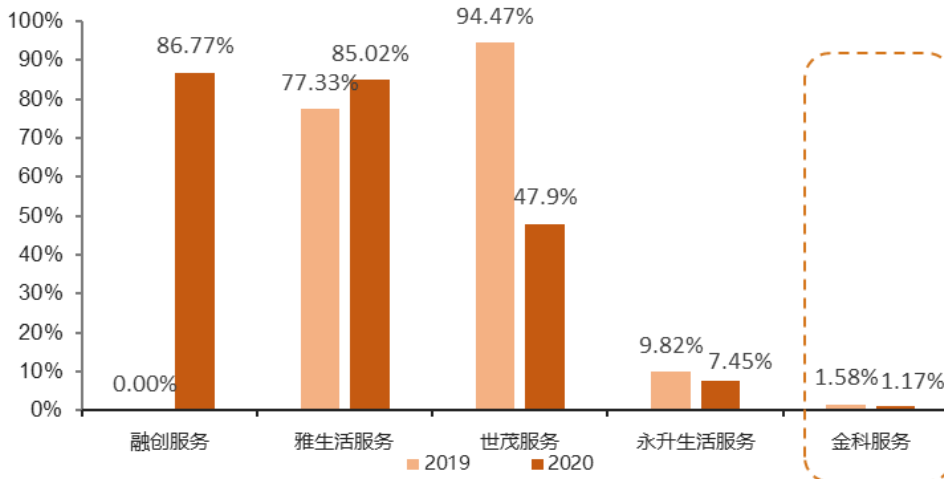
图 76: 同业对比: 在管面积中第三方占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 按照 2020 年在管面积第三方占比排序

图 77: 同业对比: 外拓中收并购占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 雅生活服务、世茂服务、融创服务根据公告披露的收并购信息计算; 永升生活服务为年报披露口径; 金科服务未披露第三方在管面积结构数据, 用 2020H1 收并购项目收入占比替代

7.3. 永升生活服务

回顾 2020 年年报:

业绩快增符合预期, 科技赋能平台管理带动效率提升。2020 年实现营业收入 31.19 亿元, 同比增长 66.1%; 实现归母净利润 3.9 亿元, 同比增长 74.4%, 符合预期, 主要来源于规模提升、社区增值服务收入增长以及收购公司的并表; 根据业绩发布会指引, 预计 2021 年公司归母净利润同比增长 50-60%, 2022-2023 年同比增长维持 40-50%, 增速位居行业第一梯队; 2020 年公司毛利率同比上升 1.8pct 至 31.4%; 销管费用率同比降低 2.4pct 至 10.7%, 人均管理面积从 2019 年的 0.86 万方提升至 0.9 万方, 科技赋能和平台化集中管理带动运营效率提升。

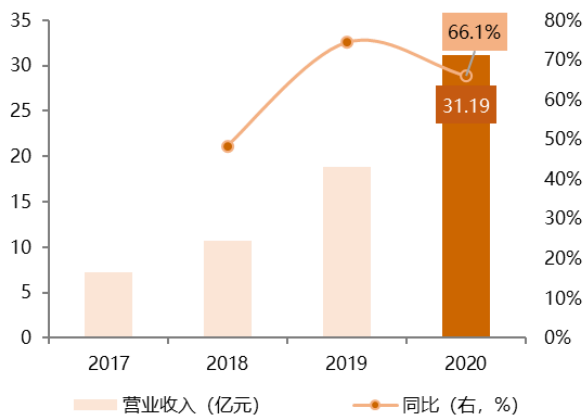
四轮驱动规模高增, 收并购目标策略清晰。2020 年在管面积 1.02 亿方, 同比增长 56%, 合管比从 2019 年的 1.69 提升到 1.77, 未来增长具备确定性; 坚持四轮驱动



拓展战略，第三方在管面积占比提升 5.7pct 至 78.6%，2020 年外拓获得中国传媒大学等项目，覆盖多元业态，维持强外拓能力；收并购标的选择标准清晰，2020 年收购青岛银盛泰和江苏香江，完善山东与苏北的市场布局，并增强公建物管能力，公司通过收并购提升区域密度，补齐业态短板。

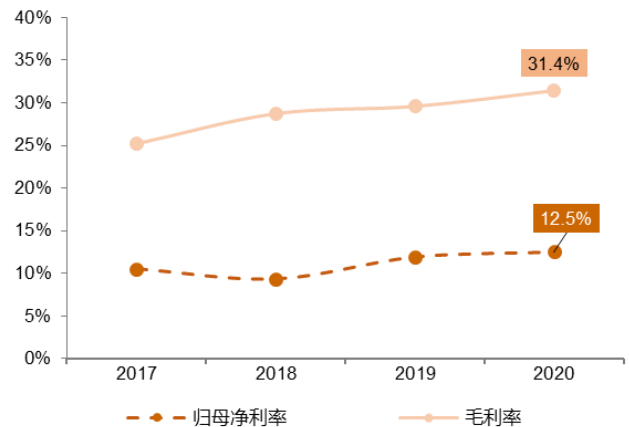
关联交易额占比降低，社区增值服务浓度提升。2020 年公司非业主增值服务收入 5.72 亿元，占比 18.3%，相较于同业处于较低水平，关联交易额对总收入占比从 2017 年的 20.6% 逐渐降低至 17.7%；社区增值服务收入 7.9 亿元，同比增长 63.8%，增速较快，业务毛利率 49.6%，维持同业领先地位；坚持“平台+生态”战略，社区美居业务在 2020 年成为独立业务单元，2020 年美居业务收入 4.55 亿元，同比增长 72.8%，占比 57.5%，成长为重要增长点，“平台+生态”战略成效显著；社区增值服务坪效从 2019 年的 0.76 元/平米/月提升至 0.79 元/平米/月，随着多元业务渗透，服务浓度增加，单位面积创收能力提升。

图 78: 永升生活服务营业收入 (亿元) 及同比



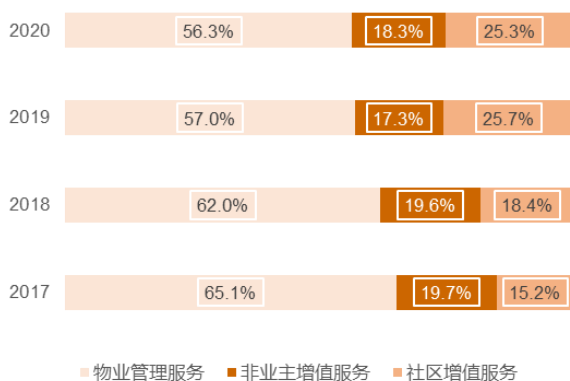
数据来源：公司公告，东北证券

图 79: 永升生活服务毛利率和归母净利率



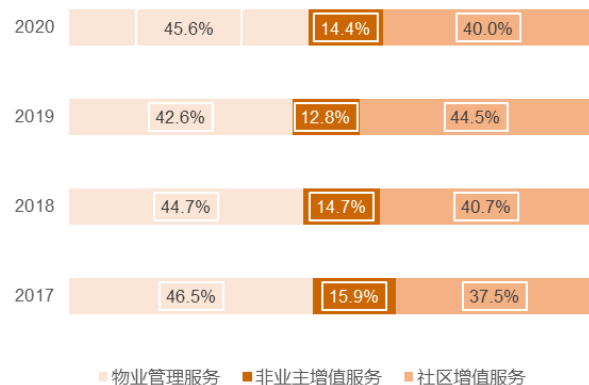
数据来源：公司公告，东北证券

图 80: 永升生活服务营收结构



数据来源：公司公告，东北证券

图 81: 永升生活服务毛利结构



数据来源：公司公告，东北证券

投资逻辑:

内生外延四轮驱动，规模增长动力充足。公司关联方旭辉集团销售长期维持高增速，2020 年旭辉签约销售面积同比增长 27.8%，在主流物企关联方中位居领先地位，疫



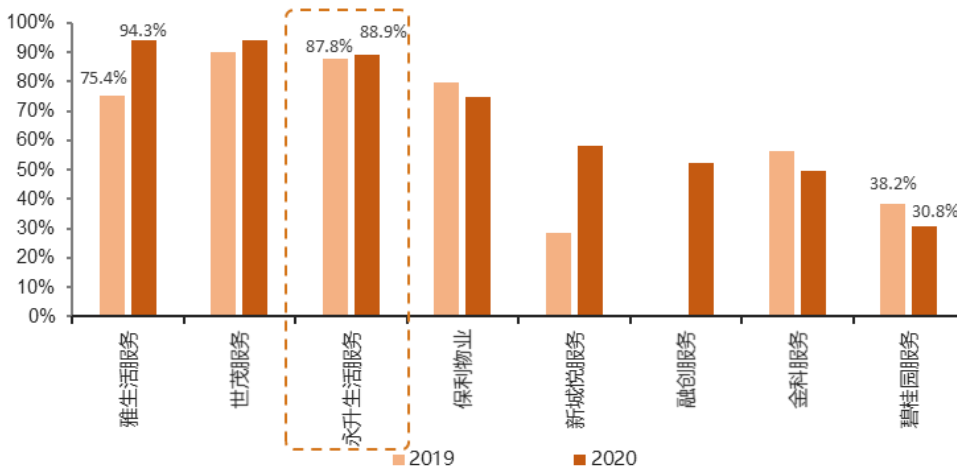
情影响下仍逆势增长，关联方交付确定性强；外拓能力强劲，2020年第三方在管面积占比 78.6%，新增在管面积中第三方来源占比 88.9%，均在行业中领先，市场化外拓能力强劲；收并购目标清晰，集中区域和细分业态龙头；四轮驱动下，未来规模提升动力充足。

“平台+生态”成效凸显，科技赋能降本增效显著。公司坚持“平台+生态”战略，将培育成熟的专项业务模块独立化运营，并依托高口碑满意度获取用户粘性，在家居、经纪业务等生活高相关社区增值服务领域发力明显，2020年公司社区增值服务坪效达到 0.79 元/平米/月，处行业领先地位；公司依托数字化和物联网技术，科技赋能提升效率，2020年人均管理面积达到 0.9 万方，人均营收 27.7 万元，居行业前列，降本增效显著。

深耕重点城市圈，多业态外拓竞标能力已获验证。公司布局重点城市圈，在长三角为中心的东部区域与环渤海为中心的北部区域的总面积占比达到 73%，同时公司聚焦区域重点城市，13 个重点一二线城市的签约面积超过 500 万方，其中合肥、苏州、青岛三座城市签约面积超过 1200 万方，项目密度高，未来集约化降本潜力较大；多业态布局完善，2020 年非住业态的在管面积占比 28.6%，收入占比 41.5%，中标中国传媒大学、大连轨道交通等标杆项目，并与无锡惠山区、上海临港签署城市服务合约，在多个细分领域的外拓竞标能力已得到验证。

根据业绩指引，预计公司利润 2021 年同比增长 50%-60%，2022-2023 年维持 40%-50% 的增速，基于关联方实力、市场化外拓能力、科技赋能增效来看，我们认为业绩目标完成的可能性较大。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.04/8.77/12.59 亿元，同比增速 +54.6%/+45.3%/+43.5%，对应 EPS 分别为 0.36/0.53/0.75 元，当前股价对应 2021-2023PE 为 47.99/33.02/23.00 倍。考虑到公司规模增长动力充足，项目密度较高且多业态外拓竞标能力较强，禀赋优异、增长确定性高，可在中长期维度上持续关注。

图 82：同业对比：新增在管面积中第三方占比



数据来源：公司公告，东北证券
注：按照 2020 年新增在管面积第三方占比排序

7.4. 世茂服务



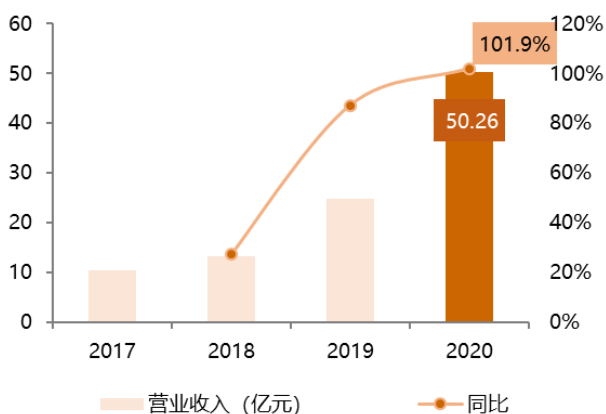
回顾 2020 年年报:

业绩快速增长，新增项目仍待整合。公司 2020 年实现营业收入 50.26 亿元，同比增长 101.9%，归母净利润 6.93 亿元，同比增长 80.2%，业绩持续快增；毛利率从 2019 年的 33.7% 下降至 31.4%，主要源于 1) 收并购新增项目仍需时间整合；2) 新拓展社区增值服务起步阶段盈利能力较低。

外拓增强中标率提升，非住发力业态多元。2020 年实现在管面积 1.46 亿方，同比增长 114.1%，合约面积 2.01 亿方，同比增长 99.4%；通过市拓获得合约面积达到 2350 万方，占总合约面积的 18.1%，中标率同比提升 7.6pct 至 53.4%，外拓能力增强；非住宅物业在管面积 5918 万方，占比大幅提升至 40.5%，已覆盖学校、医院、产业园等多种业态。

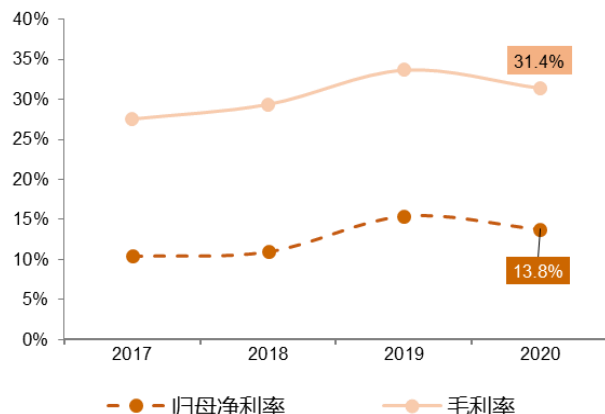
社区增值服务持续高增，关联方依赖减小结构优化。2020 年基础物管收入 27.12 亿元，同比增长 126.1%；社区增值服务收入 16 亿元，同比增长 146.8%，持续高增，与关联方联系较多的车位运营服务占比同比下降 34.7pct 至 28.4%；非业主增值服务收入 7.13 亿元，收入和毛利占比分别下降至 14.2% 和 12.7%，关联方依赖度降低，结构优化。

图 83: 世茂服务营业收入 (亿元) 及同比



数据来源: 公司公告, 东北证券

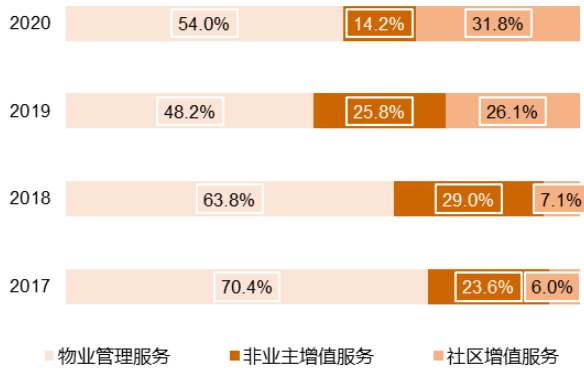
图 84: 世茂服务毛利率和归母净利率



数据来源: 公司公告, 东北证券

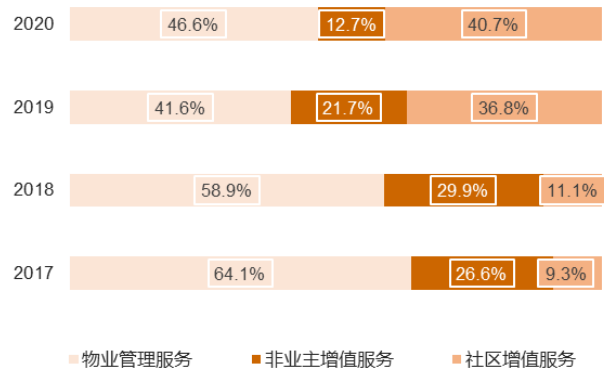


图 85: 世茂服务营收结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 86: 世茂服务毛利结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

投资逻辑:

深耕城市圈中心城市, 项目密度高、品质优异。公司深耕城市圈中心城市, 截至 2020 年底, 项目中 27% 位于福州、西安、杭州、武汉、天津五大中心城市, 77% 的项目位于一二线城市, 项目集中且优质, 业主支付能力强, 集约化降本空间大, 单盘盈利模型的优化潜力较大。

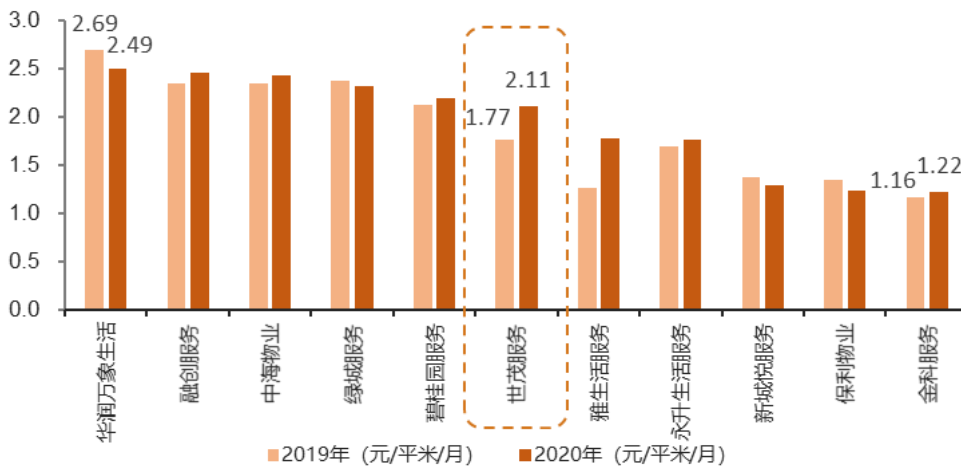
收并购聚焦重点区域和细分领域龙头, 整合能力已被验证。公司已建立收并购投前投后的一体化管理, 聚焦区域重点公司和各领域龙头, 深化区域密度和专业管理能力; 2020 年收购的广州粤泰、浙大新宇等四家公司在收并购后平均净利率同比提升 2.6 个百分点至 8.3%, 2019-2020 年收并购项目平均收缴率在收并购后提升 12.1 个百分点, 公司项目整合能力已被验证, 未来在项目顺利整合的基础上, 通过收并购可加速规模扩张。

网格化管理初显成效, 服务浓度处行业前列。公司采取网格化管理, 将物业细分为多个管理单元, 实现网格内的经营管理指标到岗到人, 服务精细化程度高, 2020 年公司基础物管坪效与社区增值服务坪效分别为 2.11 元/平米/月和 1.25 元/平米/月, 人均在管面积达到 0.6 万方, 均处行业前列, 服务浓度高。

根据业绩指引, 2021 年归母净利润同比增长不低于 80%, 增速位居行业第一梯队, 考虑到公司项目密度较高, 收并购整合能力已获验证, 目标完成的可能性较高。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 12.70/21.27/34.71 亿元, 同比增速 +83.3%/+67.5%/+63.2%, 对应 EPS 分别为 0.54/0.90/1.47 元。当前股价对应 2021-2023PE 为 41.19/24.65/15.10 倍。基于当前较低的 PEG 水平以及收并购整合能力进一步提升的机会, 边际改善超预期的可能性较高, 短期性价比值得关注。



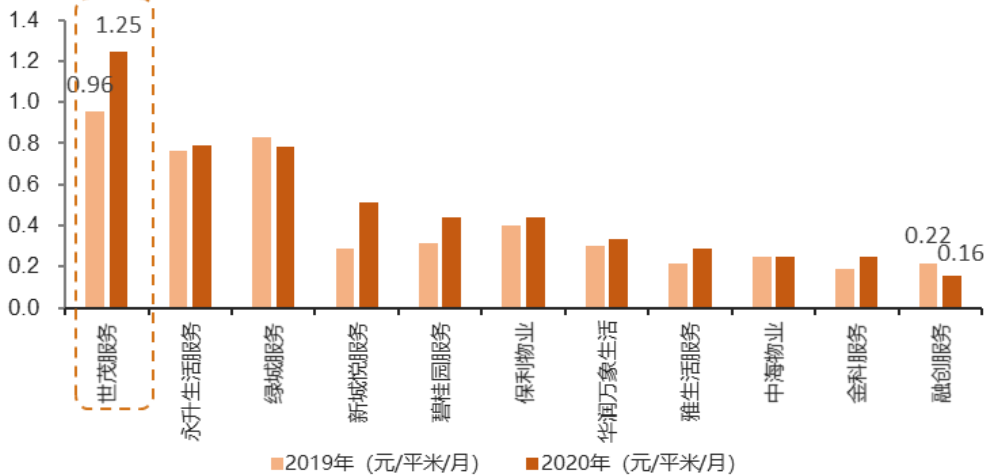
图 87: 同业对比: 基础物管坪效 (元/平米/月)



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 按照 2020 年基础物管坪效排序

图 88: 同业对比: 社区增值服务坪效 (元/平米/月)



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 按照 2020 年社区增值服务坪效排序

7.5. 新城悦服务

回顾 2020 年年报:

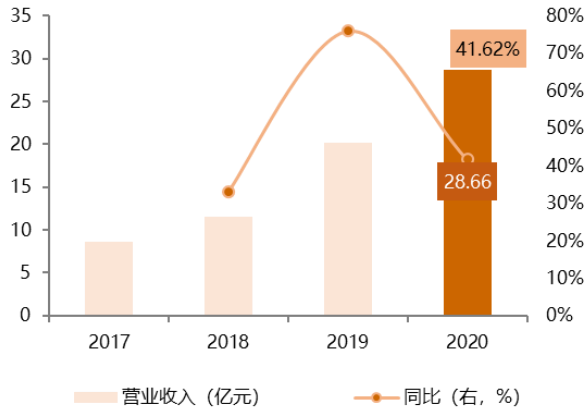
业绩快速增长, 毛利率费用率双向改善。公司 2020 年实现营业收入 28.66 亿元, 同比增长 41.6%, 归母净利润 4.52 亿元, 同比增长 60.4%; 综合毛利率从 2019 年的 29.6% 提升到 30.7%, 同比提升 1.1pct, 处行业前列, 盈利能力稳步提升; 期间费用率从 2019 年的 11.7% 降低 3.3pct 至 2020 年的 8.4%, 运营效率提升显著。

加强项目直拓, 外拓占比持续提升。公司 2020 年在管面积 1.01 亿方, 同比增长 68.6%, 第三方来源占比提升至 40.7%; 合约面积达到 2.03 亿方, 同比增长 33%, 第三方来源占比 32%, 新增第三方合约面积中 55% 来自项目直拓, 品质优异, 外拓能力进一步提升。



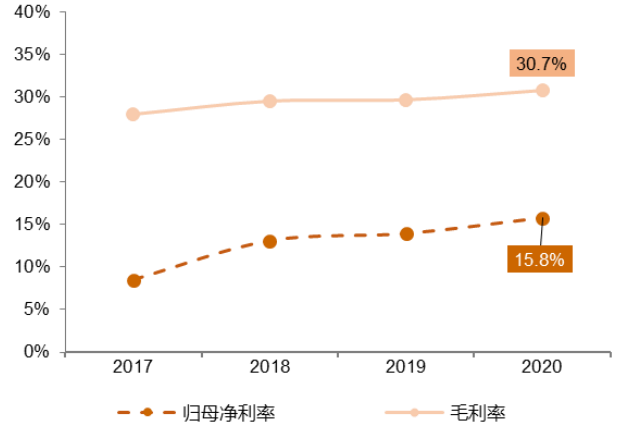
关联方依赖度降低，社区增值服务成第二大利润来源。2020 年基础物管收入 12.55 亿元，同比增长 47.8%，毛利率上升至 31.3%，于同业中取得领先；开发商增值服务收入 7.25 亿元，同比增长 11.9%，在总营收中占比从 2019 年的 32% 下降 7.7pct 至 25.3%，对关联方依赖度降低；社区增值服务收入 4.98 亿元，同比增长 118.6%，加速明显，毛利占比达到 24.3%，超过开发商增值服务成为第二大利润来源。

图 89: 新城悦服务营业收入 (亿元) 及同比



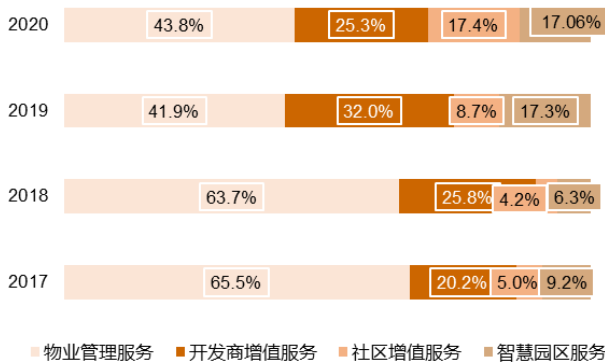
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 90: 新城悦服务毛利率和归母净利润率



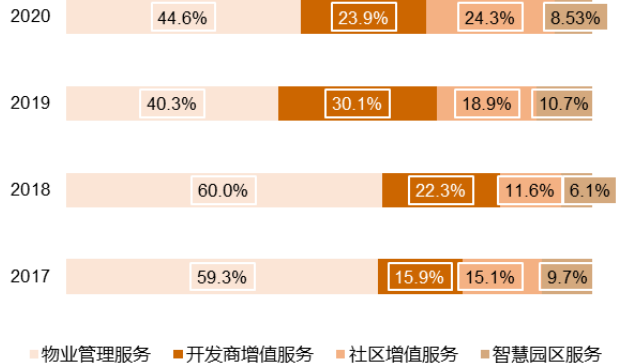
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 91: 新城悦服务营收结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 92: 新城悦服务毛利结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

投资逻辑:

高密度布局摊薄成本，新盘主导带动盈利改善。公司持续区域深耕，2020 年在管/合约面积中，长三角占比分别为 60.9%/47%，主要城市平均单城合约面积 873 万方，单城项目数量 46 个，项目密度较高；2020 年，公司 5 年以内楼龄项目占比超过 60%，直拓获取项目中 80% 为未交付新项目，新盘战略引导未来盈利能力改善。

社区增值服务梯级发展，非周期性服务拓展成效已显。公司社区增值服务品类多元、梯级发展，其中重点发展社区零售、团膳业务，并增加二手租售、二手装修、社区改造等新兴业务，整体业务消费属性强、周期性弱，对关联方依赖小，而赛道提升空间较大，2020 年非周期性业务的收入占社区增值服务总收入的 51.6%，长期来看，服务浓度的提升将持续增厚公司单面积创收能力。



维持高合管比水平，规模增长存在保障。2020 年公司合管比为 2.0，尽管相比 2019 年合管比 2.54 有所降低，在主流物企当中仍处于上游水平，高合管比覆盖下，公司未来规模增长具备较强的确定性。

根据业绩指引，公司未来净利润三年增长三倍，增速位居行业中游，存在达成的可能性。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.10/9.85/13.75 亿元，同比增速+57.0%/+38.7%/+39.6%，对应 EPS 分别为 0.87/1.20/1.68 元，当前股价对应 2021-2023PE 为 22.60/16.30/11.67 倍。公司 2020 年业绩增速较快，且今年 3 月已完成 10.3 亿元配股募资，短期内配股风险较小，而当前 PE/PEG 水平与同业对比均处于低位，短期存在低估。

7.6. 融创服务

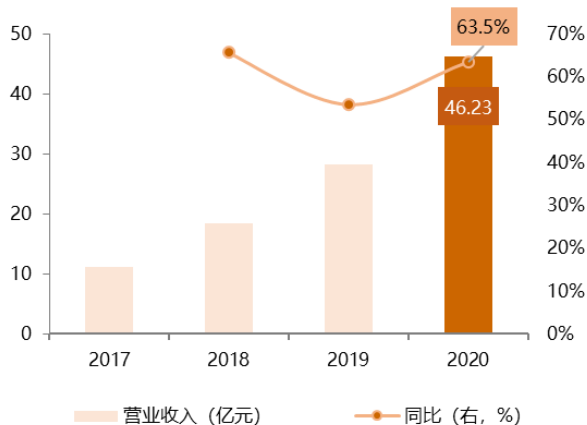
回顾 2020 年年报：

业绩高速增长，降本增效明显。公司 2020 年实现营收 46.23 亿元，同比增长 63.5%，业绩高速增长；实现归母净利润 6.01 亿元，同比增长 122.6%；利润增速远高于营收是由于 1) 综合毛利率达到 27.6%，较 2019 年末提升 2.1pct，提升幅度较大；2) 销售费用率 11.4%，同比降低 2.8pct，优化明显；3) 财务收入净额回正。

规模增速亮眼，外拓显著发力。公司 2020 年在管面积 1.35 亿方，同比增长 155.1%，规模增速亮眼；2020 年第三方来源在管面积 4332.4 万方，占总在管面积的比例从 2019 年的 0.6%提升到 2020 年的 32.1%，同时，新增面积中第三方来源占比高达 52.3%，外拓显著发力。

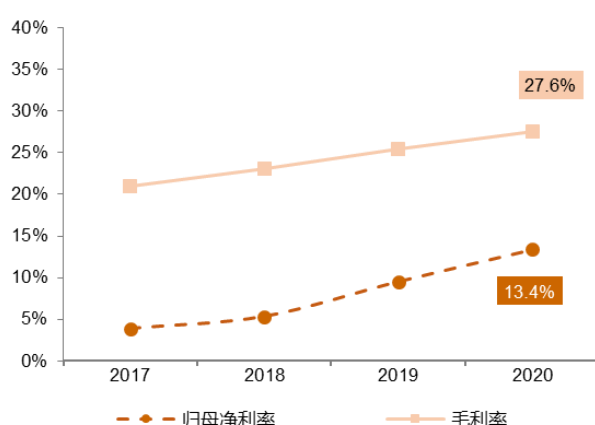
基础物管大增，社区增值服务持续优化。2020 年物业管理服务收入达到 27.7 亿元，同比增长 141.6%，提升迅速，毛利率达到 21.6%，同比提升 9.8pct，受益于新盘推动和科技降本增效，优化明显；2020 年社区增值服务收入 1.76 亿元，同比增长 65%，毛利率从 2019 年的 34.6%提升至 46.3%，大幅改善，连续两年提升幅度在 10pct 以上，主要来源于项目扩张后的规模效应以及空间运营等高毛利率业务占比提升。

图 93: 融创服务营业收入 (亿元) 及同比



数据来源：公司公告，东北证券

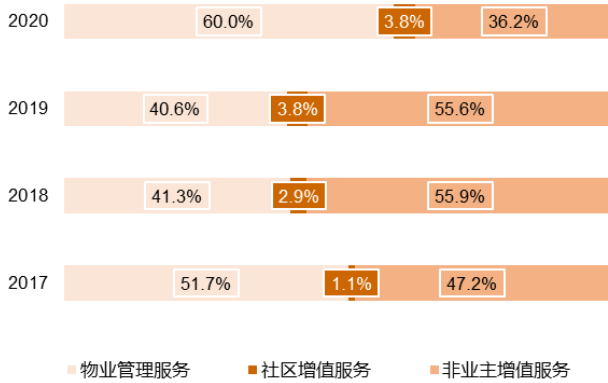
图 94: 融创服务毛利率和归母净利润率



数据来源：公司公告，东北证券

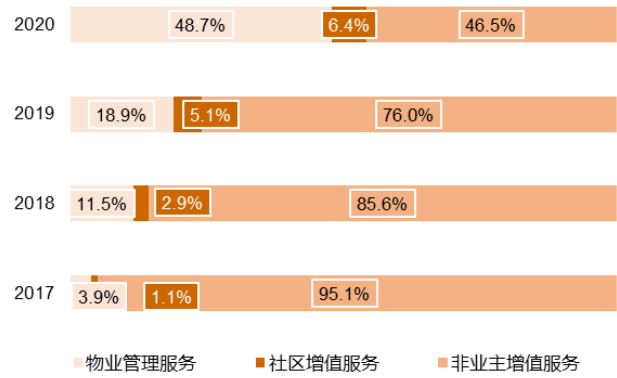


图 95: 融创服务营收结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 96: 融创服务毛利结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

投资逻辑:

关联方实力强劲, 聚焦一二线城市创收能力强。公司背靠龙头房企融创中国, 关联方交付面积增长确定性高; 2017-2020 年在管面积/合约面积复合增速分别为 89.1%/66.2%, 在同业当中处于上游水平, 规模增长迅速; 公司深耕一二线城市, 2020 年在管面积当中 86%位于一二线城市, 平均物业费 3 元/平米/月, 项目优质。

并购开元物业, 补齐外拓能力。公司于 2020 年 5 月收购开元物业, 开元物业外拓能力较强, 截至 2020 年 Q1 开元物业合约面积中 90%以上来源于外拓, 且在公建领域尤其是医院物业管理方面实力较强; 并购开元以后, 公司预计将补足外拓能力及非住业态的管理能力短板, 加速规模增长和多元业态扩张。

依托业主高消费能力, 社区增值服务拓展空间可观。公司一二线城市项目较多, 可依托业主较强的消费和支付能力, 拓展社区增值服务品类, 当前已布局的文旅、零售等服务可依托高消费能力进一步提升服务浓度, 社区增值服务创收能力的提升空间较大。

根据业绩指引, 预计 2021 年公司利润同比增长 100%, 增速位居行业第一梯队, 考虑到公司作为次新股, 前期投入高、业绩增速快, 目标完成可能性较大。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 12.82/20.97/28.96 亿元, 同比增速 +113.3%/+63.6%/+38.1%, 对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.41/0.68/0.93 元, 当前股价对应 2021-2023PE 为 55.68/34.02/24.64 倍。公司作为次新股的前期业绩动力较强, 收购开元物业后外拓能力得以补强, 边际改善超预期可能性较高; 背靠强关联方, 高业主消费水平下社区增值服务拓展空间大, 禀赋优异且增长确定性强, 长期、中期、短期维度上均值得关注。

7.7. 华润万象生活

回顾 2020 年年报:

业绩增速亮眼, 盈利能力显著优化。2020 年实现营收 67.79 亿元, 同比增长 15.5%, 实现归母净利润 8.18 亿元, 同比增长 124.1%; 核心净利润 8.16 亿元, 同比增长 148%, 增速亮眼; 综合毛利率从 2019 年的 16.1%大幅提升至 27.0%, 同时归母净

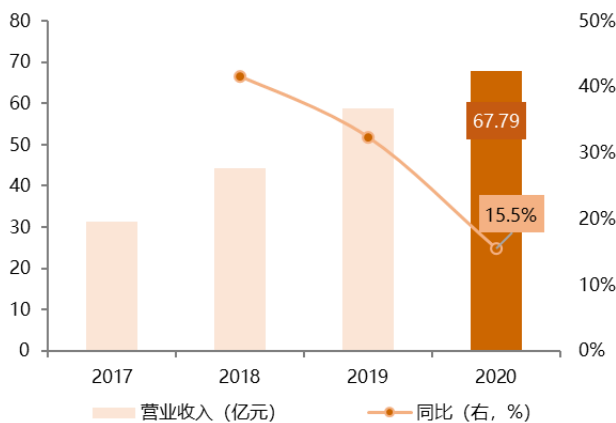


利率同比提升 5.9pct 至 12.1%，盈利能力显著优化，主要原因在于 1) 2020 年 7 月开始购物中心物管转为酬金制，板块毛利率大幅提升至 48.8%；2) 住宅物管毛利率同比提升 3.8pct 至 15.9%，改善明显；3) 商业运营及物管收入占比同比提升 1.9pct 至 42.7%，毛利占比同比提升 10.8pct 至 66.2%，拉动整体毛利率提升。根据业绩指引，预计 2021 年住宅基础物管毛利率 13.8%，2021/2025 年购物中心毛利率达到 60%/65%，2025 年商业板块整体毛利率 50%以上。

收缴率维持高位，住宅物管量价齐升。2020 年住宅物业管理收入 38.84 亿元，同比增长 11.9%；住宅在管面积达到 1.07 亿方，同比增长 15.7%，其中第三方占比同比提升 2.9pct 至 23.7%；合约面积 1.43 亿方，合管比提升至 1.34；住宅平均物业费从 2019 年的 2.28 元/平米/月提升至 2.55 元/平米/月，受益于高客户满意度提升明显，收缴率从 2019 年的 92.5%提升至 93.1%。

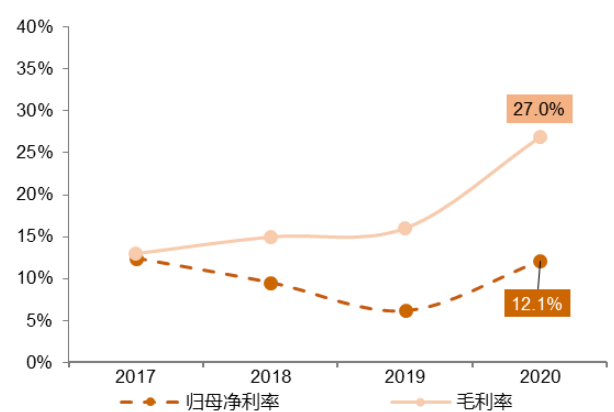
运营强劲效益逆势增长，计划 2025 年末购物中心总开业数 150 个。2020 年商业运营及物管收入 28.95 亿元，同比增长 20.8%，收入占比达到 42.7%，毛利占比 66.2%；购物中心已开业面积 612.6 万方，同比增长 11.7%，项目数量从 2019 年的 50 个增长至 57 个，已签约 8 个第三方项目，运营能力获外部认可；购物中心平均出租率 94.3%，零售额同比增长 14%至 827 亿元，疫情下逆势增长，体现强运营能力；写字楼管理面积 569 万方，同比增长 10.4%，项目数量增加至 80 个。根据公司十四五规划，2021 年计划新开业购物中心 13 个，至 2025 年总开业数量 150 个，2021/2025 按轻资产外拓项目达到 10/50 个，规模高增确定性强。

图 97: 华润万象生活营业收入 (亿元) 及同比



数据来源: 公司公告, 东北证券

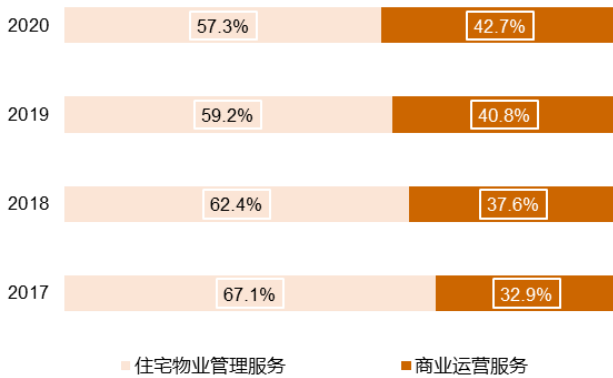
图 98: 华润万象生活毛利率和归母净利率



数据来源: 公司公告, 东北证券

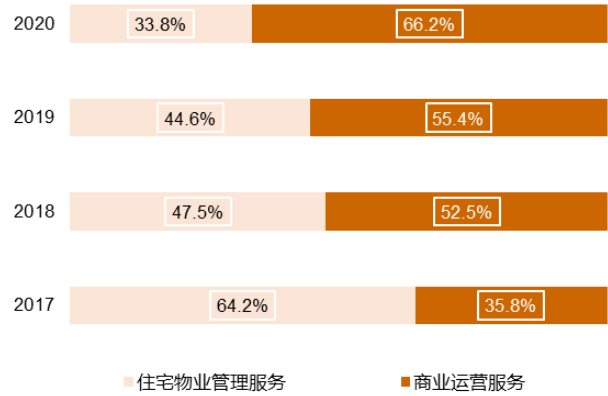


图 99: 华润万象生活营收结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 100: 华润万象生活毛利结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

投资逻辑:

稀缺的优质商管标的, 品牌优质构筑高壁垒。商管赛道盈利能力强、单盘成长性强、提价难度低, 服务溢价能力强, 单盘模型优化空间大, 是值得重点关注的优质赛道; 公司经过多年经验积累, 品牌打造成熟, 母公司华润置地在中国房地产协会、易居地产研究院发布的 2020 年中国商业地产运营十强房企当中高居第 3 位, 仅次于万达商管和新城控股; 同时, 公司是国内领先的重奢零售商业管理企业, 在管 7 家重奢购物中心, 数量高居内资首位; 商管品牌打造的培育周期长而地域性较强, 公司产品品牌优质, 且已完成全国化布局, 拥有高壁垒和强复制输出能力, 具备较强的稀缺性。

全国化布局完善, 优质运营多点开花。公司管理的“万象城”和“万象汇”两个品牌, 分别从 2004 年和 2013 年开始发展, 已经完成全国多个主要区域的布局, 2020 年公司 21 个购物中心项目于本地零售额排名第一, 在多个区域建立竞争优势; 购物中心出租率长期维持 94% 左右, 运营能力强劲。

住宅聚焦高能级城市, 高业主消费能力具备挖掘空间。公司聚焦高能级城市发展, 79% 的住宅物业和 76% 的商业物业位于一二线城市, 母公司华润置地住宅项目定位中高端, 业主的消费与支付能力较强, 基础物管与社区增值服务的坪效提升空间较大。

公司计划 2021-2025 年外拓购物中心轻资产运营项目 50 个, 至 2025 年末开业购物中心数量达到 150 个; 2021 年购物中心开业 13 家, 其中 4 个万象城, 9 个万象汇。(2020 年业绩指引)

根据业绩指引, 预计 2021-2025 年公司核心净利润同比增速保持 40% 以上, 基于商管赛道较为广阔的提升空间, 我们认为目标完成可能性较大。预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 14.25/20.58/27.34 亿元, 同比增速+74.3%/+44.4%/+32.9%, 对应 EPS 为 0.63/0.90/1.20 元。当前股价对应 2021-2023PE 为 71.41/49.44/37.22 倍。考虑到商管赛道盈利能力较强, 公司拥有领先同业的优质品牌, 且当前公司估值水平处于高位, 建议在长期维度上持续关注。



表 35: 2020 年中国商业地产运营十强房企

排名	企业名称
1	大连万达商业管理股份有限公司
2	新城控股集团股份有限公司
3	华润置地有限公司
4	大悦城地产有限公司
5	南通中南商业发展有限公司
6	保利商业地产投资管理有限公司
7	龙湖集团控股有限公司
8	中国金茂控股集团有限公司
9	中海商业集团
10	深圳市益田集团股份有限公司

数据来源：中国房地产业协会，易居房地产研究院，东北证券

7.8. 宝龙商业

回顾 2020 年年报:

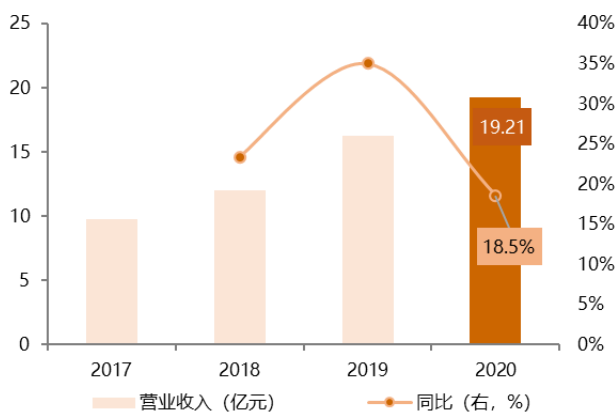
业绩增速较快，降本增效成效凸显。公司 2020 年实现营业收入 19.21 亿元，同比增长 18.5%；实现净利润 3.07 亿元，同比增长 72.1%；实现归母净利润 3.05 亿元，同比增长 70.8%；净利润增速远高于同期营业收入的原因在于运营成本和费用优化明显，其中营业成本同比增长 11.3%，低于收入增速，同时销售费用减少，同比降低 13.2%。

商业项目逐渐成熟，业务盈利能力优化。公司 2020 年毛利率达到 30.9%，同比上升 4.5 个百分点，商业运营服务和住宅物管服务毛利率分别为 32.8%和 23.1%，分别同比上升 3.5pct 和 10.2pct，均获得显著优化，主要原因在于物业科技应用深入、管理商业项目逐渐成熟带来效率提升。

规模增长较快，商场出租率逆境维持提升。2020 年商业运营服务已开业面积达到 860 万方，同比增长 22.8%；住宅物业管理面积 1440 万方，同比增长 25.2%，增速较快；商业运营和住宅管理合管比分别达到 1.32 和 1.61，未来规模增长可期。目前已开业项目 68 个，同比增加 17 个，筹备中项目 22 个，预计未来将维持较快扩张趋势。2020 年商场平均出租率 89.9%，同比上升 0.5pct，实现疫情下逆境提升。

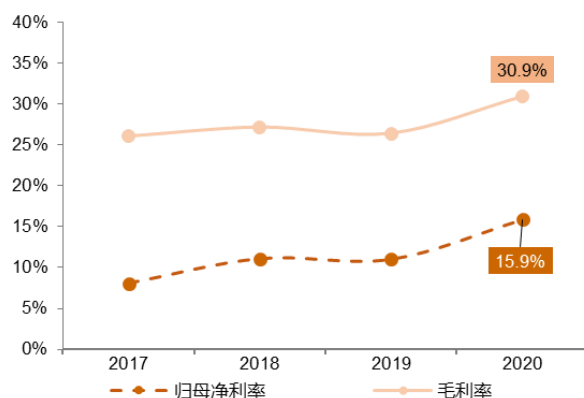


图 101: 宝龙商业营业收入 (亿元) 及同比



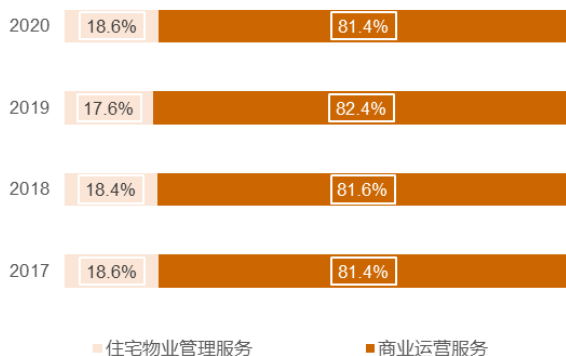
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 102: 宝龙商业毛利率和归母净利率



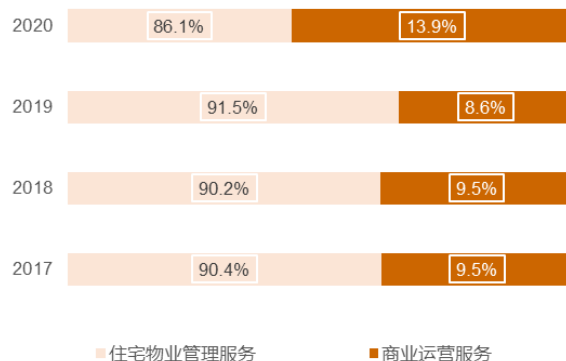
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 103: 宝龙商业营收结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 104: 宝龙商业毛利结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

投资逻辑:

坚持 N+1+1 战略, 深耕区域网络效应明显。公司深耕长三角、大湾区以及其他区域的机会型项目, 2020 年合约项目中长三角占比达到 71%, 在上海、杭州等重点城市均有 10 个以上的项目布局, 管理及招商资源集约化效应明显。

股权激励力度大, 催化业绩增长。公司于 2020 年 9 月施行股权激励计划, 共授予陈德力 2250 万股, 占已发行股本总数的 3.49%; 此外, 公司于 2020 年末设立汇鸿信托, 共 4500 万股激励股份, 占总股本的 6.99%, 对比同业股权激励力度较大。

构建数字后台, 培育平台化商业生态。公司自 2018 年推出 PM 平台, 已对管理运营职能进行数字化整合, 覆盖项目管理、租户招揽、租赁管理、市场营销等多个子系统。与腾讯合作纽扣计划, 打造数字化平台, 构建商家、管理者、消费者的一体化生态, 互相引流并采用智能化分析精准定位客群。

陈德力履新公司行政总裁, 助力项目拓展。公司于 2020 年 6 月聘任陈德力为公司行政总裁, 负责业务整合并协理运营管理, 陈德力在万达、新城控股的多年任职期间, 引领推动商业综合体项目的拓展, 2016-2019 年任职新城控股期间, 新城旗下吾



悦广场数量从 24 家扩张至 120 家。陈德力的加盟将带来运营、管理方面的宝贵经验，助力公司项目版图快速扩张。

公司计划 2025 年在管商场项目 150 个，其中 100 个位于长三角(2019 年业绩指引)；2021 年新开业项目 22 个，其中 20 个位于长三角，包括宝龙广场项目 13 个，宝龙天地 3 个，宝龙星汇 6 个(2020 年业绩指引)。

根据业绩指引，预计公司未来五年利润复合增速不低于 40%，增速处行业中游，考虑到公司区域深耕战略改善项目运营状况，股权激励催化业绩增长，目标完成的可能性较大。由此，我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.16/5.76/7.84 亿元，同比增速+36.4%/+38.5%/+36.0%，对应 EPS 分别为 0.65/0.89/1.22 元，当前股价对应 2021-2023PE 为 36.58/26.40/19.42 倍。公司深耕重点区域布局及轻资产外拓逐渐加强，股权激励力度较大，中期增长确定性强；公司作为商管企业，应当具备估值溢价，2021 年 PE 为 36.58，仅与二线住宅物业股估值水平相当，与同为商管企业的华润万象生活 2021 年 PE 水平 71.41 差距明显，存在低估，中短期维度上建议重点关注。

8. 风险提示

外拓竞争加剧超预期；社区增值服务拓展不及预期；物业费提价不顺畅。



研究团队简介:

王小勇，重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券，新时代证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验，2007年以来具有13年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

吴胤翔，同济大学建筑与土木工程硕士，东南大学道路桥梁与渡河工程本科，现任东北证券房地产组分析师兼地产组组长。2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。



东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-61001805	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-61002025	13122617959	liuyq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	021-61005736	15622820131	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-61002150	18717982570	baimk@nesc.cn

