

2018年05月29日

## 物业半年度策略：物管行业今胜昔，崭新气象助成长

■写在前面：2017年11月份，我们发布了物业服务行业专题系列一：《历经30年风雨前行，物业服务行业迈入“新时代”》，主要探讨以住宅物业的业态为主详述了物业管理行业未来的机遇在哪里？行业的竞争格局如何？美股和港股物业行业龙头的示范效应在哪？新三板的物业企业发展情况如何以及投资逻辑在哪？2017年12月份发布了物业服务行业专题系列二：《南都物业成功过会，物业行业亮相A股舞台》：以南都物业作为首家物业公司登陆A股市场为案例，详解其中的核心要点。同月，发布了《2018新三板物业年度策略：蓄势待发，扬帆起航》，在地产迈入“存量”时代之时，物管行业作为房地产服务链条的尾端，对标世界五大行以及港股物管标的，详尽梳理了从中可获得的物管行业发展启示，进一步展望了三板物管企业未来的发展机遇。当前，我们立足于物业管理行业2018年上半年的新动向，从并购趋势、政策转变、财务数据角度观察了物管行业的发展态势，并对A股和港股市场上的新现象做出了新的思考，最终回归到三板企业如何在这种新形势、新发展中谋求发展。

■物管新动向：并购潮起资质取消，后地产时代物业服务崛起：在地产行业发展的带动下，我们测算2022年整个物业市场的规模可达10631.53亿元。目前，外延式并购已成为地产物业公司增加在管面积，拓展多元化业务的首选，近半年来，并购规模与并购频次均有增加。伴随着物业资质完全取消，物管市场将进入完全市场化阶段，行业服务质量竞争加剧。截止2017年5月17日，已有47家物业服务企业在新三板上市（剔除掉退市及未公布2017年年报的公司），物管板块营收净利稳步增加，物业管理行业盈利情况向好，行业总体处在上升成长期，未来几年将是物管行业迅速发展的时代，长期发展空间刚刚开启，2018年物业行业将会继续保持高昂态势。

■两大市场：A股市场迎物业第一股，港股物业公司抢滩资本市场：南都物业IPO成功过会，物业公司终登上A股舞台，从物管面积和增值服务营收上看，公司目前成长性良好，未来成长仍可期；在香港市场上，资本成为物管行业发展的强劲成长推动，以雅生活服务为代表，其发展进入高速增长时期，通过双品牌策略以及并购优质物业管理公司，不断拓展多元化业务，着力打造国内领先的生活服务平台。资本对物管行业的关注，将进一步提振行业，受到资本青睐的公司也将背靠资本力量，不断扩大版图，充分发挥物管行业规模效应优势。

■展望未来：物业行业已非昨日之姿，多业态、智能化成大趋势：随着物管行业的深度发展，行业内也显现出一些新的趋势：（1）由住宅类物管为主向非住宅类多业态物管发展；（2）逐步从传统的劳动密集型行业转型，智能化、集成化成熟潮，头部企业纷纷掘进增值服务，根据中国指数研究院数据，2016年，百强企业智能化投入均值达478.06

## 新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

## 相关报告

2018 体育行业半年度策略	2018-05-28
一江“碧水”绿意深，“清废”	
攻坚正当时	2018-05-27
新三板-智报-2018 年第十九	
期：富士康登陆 A 股，“工	2018-05-27
业互联网”开启制造业新篇	
章	
细观新分层系列三	2018-05-27
A 股上市公司并购新三板企	2018-05-26
业专题系列（4）	

万元，同比增长 79%，2013-2016 年，百强企业智能化投入均值增长率逐年扩大，智能化投入均值四年 CAGR 达到 61%。

■**回归三板：物业管理行业的沃土，重点关注企业盈利能力：**目前物业板块的估值处于历史估值中枢位置，我们认为企业的成长性投资主线，建议关注盈利能力及成长性较好的公司。一卡通（834858.OC）进入上市辅导阶段，2017 年净利润超 6000 万；保利物业（871893.OC）背靠保利地产，“技术+服务”打造王牌物业；嘉宝股份（834962.OC）蓝光发展控股子公司，物业管理+商业运营双发展；美的物业（839955.OC）提升品牌口碑，内生增长与外延并购双轮驱动；开元物业（831971.OC）坚持专业化服务，累计签约项目数猛增；第一物业（837498.OC）绿色科技构建智能社区，不断外拓实现规模效应。

■**风险提示：物业行业发展不及预期、政策落地不及预期、物业涨价不及预期。**

## 内容目录

1. 写在前面 .....	5
2. 物管新动向：并购潮起资质取消，后地产时代物业服务崛起 .....	5
2.1. 并购浪潮：行业并购潮渐起，未来三板或成绝佳并购池 .....	5
2.1.1. 案例视角：雅生活服务收购紫竹物业，拓展多元化业务 .....	5
2.1.2. 趋势研判：外延式并购成拓展首选，三板优质标的颇受青睐 .....	6
2.2. 政策转变：物管行业法律法规日臻完善，物业资质全面取消 .....	6
2.3. 财务情况：盈利能力稳中有增，净利润增速上行 .....	7
2.4. 市场规模：地产行业“增量”转“存量”，物业管理将开启万亿蓝海市场 .....	8
3. 两大市场：A股市场迎物业第一股，港股物业公司抢滩资本市场 .....	10
3.1. 南都物业 IPO 成功过会，物业公司终登上 A 股舞台 .....	10
3.1.1. 物管面积、增值服务均未显优势，未来成长仍可期 .....	10
3.1.2. 募集资金主要投入长租公寓业务，“服务+房源”发展态势乐观 .....	11
3.2. 香港主板：资本成强劲成长推动力，物业行业潜力巨大 .....	12
3.2.1. 雅生活服务：发展进入高速增长时期，着力打造国内领先的生活服务平台 .....	12
3.2.1.1. 双品牌策略，力争 2020 年实现年收 100 亿元 .....	12
4. 展望未来：物业行业已非昨日之姿，多业态、智能化成大趋势 .....	13
4.1. 拓展非住宅管理，多业态并存将成潮流 .....	13
4.2. 转型智能化、集成化，掘进增值服务 .....	14
5. 物业管理行业的沃土，重点关注企业盈利能力 .....	16
5.1. 一卡通 (834858.OC)：进入上市辅导阶段，2017 年净利润超 6000 万 .....	18
5.2. 保利物业 (871893.OC)：背靠保利地产，“技术+服务”打造王牌物业 .....	19
5.3. 嘉宝股份 (834962.OC)：蓝光发展控股子公司，物业管理+商业运营双发展 .....	20
5.4. 美的物业 (839955.OC)：提升品牌口碑，内生增长与外延并购双轮驱动 .....	21
5.5. 开元物业 (831971.OC)：坚持专业化服务，累计签约项目数猛增 .....	22
5.6. 第一物业 (837498.OC)：绿色科技构建智能社区，不断外拓实现规模效应 .....	23

## 图表目录

图 1：2013-2017 年营业收入及同比增长 (亿元，%) .....	7
图 2：2013 年-2017 年净利润及同比增长 (万元，%) .....	7
图 3：2013-2017 年营业收入算数平均数及中位数 (亿元) .....	7
图 4：2015-2017 年净利润算数平均数及中位数 (万元) .....	7
图 5：2022 年末各业态在各线城市的在管面积 (亿平方米) 估算 .....	8
图 6：南都物业物业管理服务和增值服务增长情况 (万元，%) .....	10
图 7：南都物业累计签约项目及签约面积 .....	10
图 8：南都物业与其他物业公司在管面积对比 .....	10
图 9：南都物业本次 IPO 募集资金投资项目 (亿元) .....	11
图 10：2013-2017 年营业收入及同比增长率 (亿元，%) .....	12
图 11：2013-2017 年营业收入算数平均数及中位数 (亿元) .....	12
图 12：2013-2017 年净利润及同比增长率 (万元，%) .....	12
图 13：2013-2017 年净利润算数平均数及中位数 (万元) .....	12
图 14：2014-2017 营业额及同比增长率 .....	12
图 15：2014-2017 年毛利润及毛利率 .....	12
图 16：历年住宅占总竣工面积比例 .....	13

图 17: 历年办公/商业/其他类占总竣工面积比例 .....	13
图 18: 各线城市各业态物业服务费 (元/m <sup>2</sup> /月) .....	13
图 19: 构建智慧社区示意图 .....	15
图 20: 2013-2016 年 TOP100 企业智能化投入均值及增长情况 .....	15
图 21: 一卡通物业服务业态发展情况 .....	18
图 22: 一卡通营业收入及同比增长率 (亿元, %) .....	18
图 23: 一卡通净利润及同比增长率 (百万元, %) .....	18
图 24: 保利物业历年收入及其增速 .....	19
图 25: 保利物业历年净利润及其增速 .....	19
图 26: 嘉宝股份历年收入及其增速 .....	20
图 27: 嘉宝股份历年净利润及其增速 .....	20
图 28: 美的物业历年收入及其增速 .....	21
图 29: 美的物业历年净利润及其增速 .....	21
图 30: 开元物业历年收入及其增速 .....	22
图 31: 开元物业历年净利润及其增速 .....	22
图 32: 第一物业历年收入及其增速 .....	23
图 33: 第一物业历年净利润及其增速 .....	23
表 1: 2015-2018 年物业行业主要并购事件 .....	6
表 2: 2017-2018 年物业行业政策梳理 .....	7
表 3: 各业态累计竣工面积不同时间段年复合增长率 .....	8
表 4: 未来 5 年房屋竣工面积 (万平方米) 预测 .....	8
表 5: 2022 年末各线城市不同业态物业规模 (万元) .....	9
表 6: 非住宅类物业管理总结 .....	14
表 7: 代表性企业 APP/平台迭代情况 .....	14
表 8: 新三板 47 家物业管理行业企业 .....	16
表 9: 保利物业主要财务指标 .....	19
表 10: 嘉宝股份主要财务指标 .....	20
表 11: 美的物业主要财务指标 .....	21
表 12: 开元物业主要财务指标 .....	22
表 13: 第一物业主要财务指标 .....	23

## 1. 写在前面

2017年11月份，我们发布了物业服务行业专题系列一：《历经30年风雨前行，物业服务行业迈入“新时代”》：从目前来看，整个地产行业正在深刻转型，围绕整个价值链做纵向延伸，比如原来主要是从开发到建设到销售，如今需要更多地关注销售后端如何和客户建立更深更紧密的连接，以切入到存量运营领域。各项先行指标显示，中国房地产正逐渐由增量市场进入存量市场，而物业管理服务已成新增长点。以住宅物业的业态为主详述了物业管理行业未来的机遇在哪里？行业的竞争格局如何？美股和港股物业行业龙头的示范效应在哪？新三板的物业企业发展情况如何以及投资逻辑在哪？

2017年12月份发布了物业服务行业专题系列二：《南都物业成功过会，物业行业亮相A股舞台》：以南都物业作为首家物业公司登陆A股市场为案例，详解物业公司如何做好IPO的准备以及IPO募投项目代表的物业发展的核心要点。

2017年12月份发布了《2018新三板物业年度策略：蓄势待发，扬帆起航》，站在2017年年末对这一年物管行业的发展。我们认为在地产迈入“存量”时代之时，物管行业作为房地产服务链条的尾端，在未来几年机会与潜力并存，并对标世界五大行以及港股物管标的，详尽梳理了从中可获得的物管行业发展启示，进一步展望了三板物管企业未来的发展机遇。

本篇报告我们立足于物业管理行业近半年来的新动向，从并购趋势、政策转变、财务数据角度观察了物管行业的发展态势，并对A股和港股市场上的新现象做出了新的思考，最终回归到三板企业如何在这种新形势、新发展中谋求发展。总体上看，行业目前盈利情况持续向好，在地产行业发展的带动下，未来几年将是物管行业迅速成长的时代。资本市场的关注，将进一步提振行业，长期发展空间刚刚开启，并购浪潮渐起，三板将成为优良并购池，2018年物业行业将会继续保持高昂态势。

## 2. 物管新动向：并购潮起资质取消，后地产时代物业服务崛起

近年来，外延式并购已成为物管公司拓展业务范围的新趋势。这半年来，物业管理行业并购频次和并购规模进一步增加，2018年上半年，雅生活服务以12倍PE收购紫竹物业，为公司拓展多元化业务打下良好基础。从政策方面看，住建部取消物业服务企业资质等级制度，意味着物管行业完全市场化，物业服务质量的竞争将会更加激烈，企业将经历物管服务质量的优胜劣汰过程。分析物管行业的财务数据可以看出，物管行业正处在发展上升期，营收净利稳步增长，毛利率也在持续上行。物管行业将在新动向中迎来新一轮发展机遇。

### 2.1. 并购浪潮：行业并购潮渐起，未来三板或成绝佳并购池

#### 2.1.1. 案例视角：雅生活服务收购紫竹物业，拓展多元化业务

2018年4月9日，雅生活服务发布公告，公司出资2.05亿元收购紫竹物业51%股权。紫竹物业于2016年12月挂牌新三板，2017年11月摘牌。根据此次收购情况，雅生活服务大概以12倍PE，收购了紫竹物业51%的股权。此次收购紫竹物业，将带来三大优势：

##### ◇ 优势一：物业服务领域互补，客户集中区域相辅

雅生活服务主要为中高档小区及旅游地产提供物业服务，而紫竹物业则更多专注于商业物业，包括银行、写字楼和纪念馆等。此外，紫竹物业的客户主要集中在江苏省，包括中国移动南京、徐州等江苏省内分公司、中国银行江苏省分行、南京地铁、南京大屠杀纪念馆等。而根据2017年年报，公司计划以长三角、珠三角及京津冀地区作为战略要地，重点展开物业企业兼并收购业务，紫竹物业在江苏省的业务布局正好契合雅生活服务对长三角地区业务拓展的需求。因此，通过此次并购，公司与紫竹物业可以拓展物业服务领域，扩大客户分布范围。

#### ◇ **优势二：助力服务平台搭建，物业增值服务提升**

2016 年，紫竹物业收购了上海团团信息技术有限公司，打造了“H+O”物业服务平台，“1 家园”软件，该软件可提供生活缴费、代叫出租、在线报修、手机蓝牙开门等物业增值服务。而物业增值服务已经成为物业公司竞争的另一高地，雅生活服务也着力搭建社区 O2O 平台，推出了雅管家、雅商家、雅助手等移动应用程序，2017 年，在原有生态系统上又进一步推出雅管家联盟，吸引超过 28.7 万名注册用于及 11.1 多万民活跃用户。通过收购，雅生活服务能进一步增强其物业增值服务。（公司公告）

#### ◇ **优势三：在管面积增加，贡献净利润增长**

此次收购，会为雅生活服务带来在管面积的直接增加。根据紫竹物业 2016 年年报，截止 2016 年末，紫竹物业在管物业项目已有 120 个，在管面积超过 1400 万平方米。紫竹物业承诺将于 2018 年、2019 年、2020 年，相对于 2017 年净利润分别完成 11%、24%、39% 的增长，将会提升雅生活服务的利润。（公司公告）

### 2.1.2. 趋势研判：外延式并购成拓展首选，三板优质标的颇受青睐

**近年来，外延式并购已成为地产物业公司增加在管面积，拓展多元化业务的首选。**2015-2016 年，TOP100 物业公司总计收购 300 余家企业，累计收购物业管理面积超过 6.2 亿平方米，占据 TOP100 企业两年管理面积总增量的 28%。（《中国物业服务百强企业十年发展报告》）除了雅生活服务，彩生活从 2015 年也开始进行兼并收购，以 3.3 亿元收购深圳开元国际 100% 股权，此次并购增强了彩生活在中高端社区物业管理方面的实力。彩生活社区 O2O 平台增加 30 多万户家庭、100 多万用户，涉及超过 130 个物业管理项目，并将计划 2020 年实现管理面积 25 亿平方米，其中近半数面积将依靠收购获取。通过并购、联盟，扩大管理规模，增加服务客户数量，有利于发挥集约和规模效应，推动行业快速发展。各公司的并购目标与业绩目标，再次证实了物业市场的高速增长，以及跑马圈地模式的启动。

**表 1：2015-2018 年物业行业主要并购事件**

收购方	时间	事件
彩生活	2015.02	以 3.3 亿元并购开元国际物业管理公司 100% 股权
	2015.02	并购香港世纪业务，进驻香港
	2016.08	收购万达物业管理有限公司
雅生活服务	2017.06	以 10 亿元收购了绿地物业
	2018.04	以 2.05 亿元收购紫竹物业
中海物业	2015.05	以 500 万元收购中海宏洋物业 100% 股权
外科物业	2015.08	净资产入股卓弘物业和北京佰佳物业
	2015.11	收购东莞卓圣物业
一卡通	2015.06	以 2173.58 万元认购亿城物业 100% 股权
第一物业	2015.09	以 300 万元认购西安盛领博兴物业管理有限公司 100% 股权
绿城物业	2016.08	收购浙元物业

资料来源：观研天下，安信证券研究中心

在收购目标的筛选上，公司更加青睐已形成一定规模的优质物管公司。例如，雅生活服务公司管理层就曾表示会将重点关注管理面积在 1000 万平方米以上，净利润不低于 1000 万元，净利率在 8-10% 的优质物业管理公司。据我们统计，按照 2017 年年报数据，47 家新三板物业企业中，共有 17 家企业满足以上净利润及净利率要求，**地产物业公司将目标瞄准在优质物业管理公司，新三板公司数量多，信息披露程度高，便于筛选企业寻找合适标的，在地产物业公司的并购浪潮中，三板或成为颇具热度的“并购池”。**

### 2.2. 政策转变：物管行业法律法规日臻完善，物业资质全面取消

2018 年 3 月 8 日，住建部正式发出消息，《住房城乡建设部关于废止〈物业服务企业资质管

理办法>的决定》已于 2018 年 2 月 12 日第 37 次部常务会议审议通过，意味着市场发展的严格的企业资质等级制度已经不适应市场发展要求了，物管行业需要完全市场化，自由品质竞争，优胜劣汰，物业管理公司将更加重视服务管理品质，而不在一纸资质。

**表 2：2017-2018 年物业行业政策梳理**

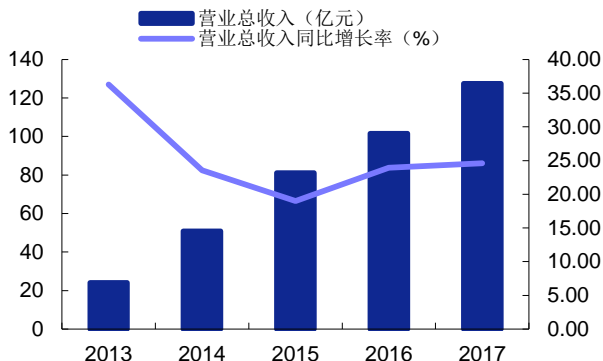
政策名称	发布机构	时间	政策内容
《第三批取消中央指定地方实施行政许可事项的决定》	国务院	2017	取消了物业服务企业二级及以下资质认定，全国各地停止审批物业服务二级及以下资质审批
国务院常务会议相关决议	国务院	2017.09	在前期已取消物业服务企业二级及以下资质认定的基础上，再取消物业服务企业一级资质核定
《关于做好取消物业服务企业资质核定相关工作的通知》	住建部	2017.12	要求各地落实《国务院关于第三批取消中央指定地方实施行政许可事项的决定》和《国务院关于取消一批行政许可事项的决定》
《关于废止<物业服务企业资质管理办法>的决定》	住建部	2018.03	从“取消资质认定”到“废止资质管理办法”，真正意味着物业服务企业资质认定成为历史，物业资质被全面取消

资料来源：国务院、住建部，安信证券研究中心

### 2.3. 财务情况：盈利能力稳中有增，净利润增速上行

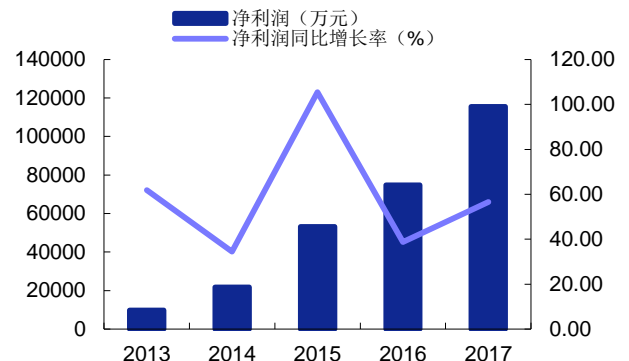
我们选取了物业板块 47 家新三板企业（剔除掉退市及未公布 2017 年年报的公司）进行财务情况的统计和分析，以下财务分析数据均来源于 wind 数据库。总体上，物业整体板块的盈利能力在 2017 年稳中有增，在上游地产企业进入增速放缓的存量时期时，位于产业链后端的物业管理行业仍旧保持了良好的发展态势。2017 年营业收入合计为 127.50 亿元，同比增长 24.62%，增速基本与上年持平。净利润增长迅速，同比增长 56.59%。2015-2017 年营收和净利中位数均有增长，且增幅大于往年。

**图 1：2013-2017 年营业收入及同比增长（亿元，%）**



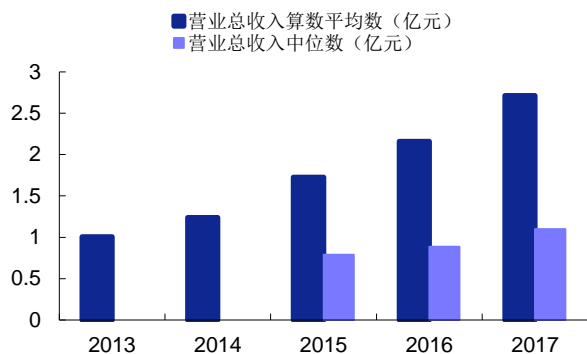
资料来源：Wind，安信证券研究中心

**图 2：2013 年-2017 年净利润及同比增长（万元，%）**



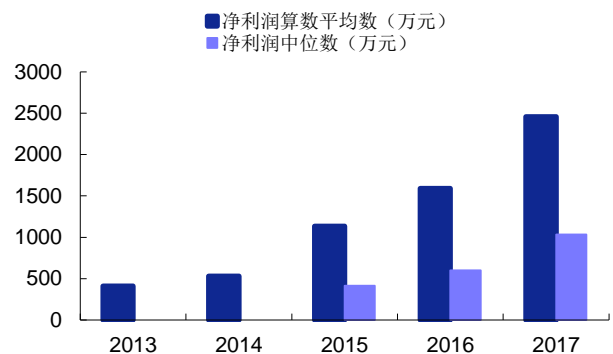
资料来源：Wind，安信证券研究中心

**图 3：2013-2017 年营业收入算数平均数及中位数（亿元）**



资料来源：Wind，安信证券研究中心

**图 4：2015-2017 年净利润算数平均数及中位数（万元）**



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2.4. 市场规模：地产行业“增量”转“存量”，物业管理将开启万亿蓝海市场

根据 Wind 统计数据，2017 年累计房屋竣工面积为 10.15 亿平方米，住宅/办公/商业/其他累计竣工面积分别为 7.18/0.40/1.27/1.30 亿平方米（其他类包含公共类、产业园、学校、医院等）。告别 2010 年之前房地产高速增长的时代，2013 年以来，市场整体发展速度趋向平稳，各业态出现了不同程度的下降，尤其是住宅类表现明显，2012/2013/2014 年均出现了负增长。因此，对于未来 5 年的增长速度，我们持保守态度。

表 3：各业态累计竣工面积不同时间段年复合增长率

	总竣工面积	住宅	办公	商业	其他
2007-2017	5.29%	4.16%	10.24%	7.90%	9.17%
2011-2017	1.54%	0.03%	10.68%	5.78%	4.99%
2012-2017	0.41%	-1.90%	11.59%	4.38%	10.63%
2013-2017	0.01%	-2.28%	9.48%	3.95%	9.46%
2014-2017	-1.89%	-3.88%	8.42%	1.59%	4.57%
2015-2017	0.72%	-1.34%	8.25%	2.64%	9.61%

资料来源：Wind、安信证券研究中心

根据以上的分析，我们假设：住宅类年复合增长率为 0.1%，办公类 5%，商业类 3%，其他类 4%。我们将竣工面积作为新增在管面积的估计值，通过计算得到，2017-2022 年末物业新增在管面积为 62.74 亿平方米。中国指数研究院数据显示，2016 年末物业在管面积为 185 亿平方米，所以 2022 年物业在管面积可达 247.74 亿平方米，其中办公/商业/其他在管面积分别为 11.42/30.02/30.92 亿平方米。

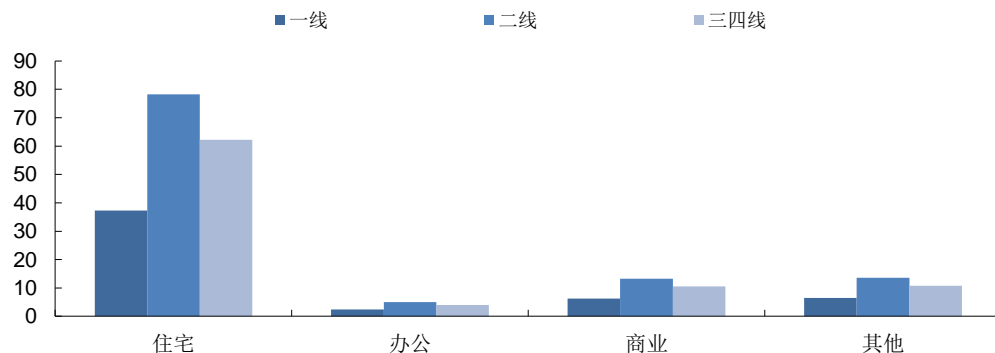
表 4：未来 5 年房屋竣工面积（万平方米）预测

	房屋竣工面积	住宅	办公	商业	其他
2018E	102,658.03	71,886.82	4,207.35	13,050.10	13,513.76
2019E	103,872.33	71,958.70	4,417.72	13,441.60	14,054.31
2020E	105,130.60	72,030.66	4,638.60	13,844.85	14,616.48
2021E	106,434.56	72,102.69	4,870.53	14,260.20	15,201.14
2022E	107,786.04	72,174.79	5,114.06	14,688.00	15,809.19
2017-2022 年累计面积	627,367.56	431,968.66	27,255.26	81,954.75	86,188.88
2016 年末物业在管总面积	1,850,000.00	1,345,479.00	86,987.54	218,213.02	223,043.17
2022 年末预测物业在管总面积	2,477,367.56	1,777,447.66	114,242.80	300,167.78	309,232.05

资料来源：安信证券研究中心测算

具体到各线城市，我们以《2017 年中国物业服务百强企业研究报告》中披露的 2016 年百强企业管理项目各线城市占比情况为标准（一线城市 21%、二线城市 44%、三四线城市 35%），估算出各业态在各线城市的管理面积。

图 5：2022 年末各业态在各线城市的在管面积（亿平方米）估算



资料来源：安信证券研究中心预测

根据中国指数研究院发布的《2017 中国物业服务百强企业研究报告》提供的数据，我们大



致估算出各线城市各业态的物业服务费用。虽然随着经济的增长，未来物业费会大概率增长，但出于谨慎性，我们假设物业服务费保持不变。

根据公式：

$$\text{物业市场规模} = \sum C_i * S_j * P_{ij} * 12 \quad (i = 1,2,3 \quad j = 1,2,3,4)$$

\* $C_i$  代表一线/二线/三四线城市， $S$  代表面积， $P$  代表物业费， $j$  代表四种业态  
我们可以计算出，2022 年整个物业市场的规模可达 10631.53 亿元。

表 5：2022 年末各线城市不同业态物业规模（万元）

	一线	二线	三四线	合计
住宅	13,437,504.29	19,708,339.63	14,930,560.32	48,076,404.24
办公	3,310,756.36	3,860,492.72	2,830,936.60	10,002,185.69
商业	10,287,350.05	9,667,803.76	7,690,298.45	27,645,452.26
其他	6,643,232.18	7,967,796.75	5,980,207.73	20,591,236.66
合计	33,678,842.88	41,204,432.86	31,432,003.10	106,315,278.84

资料来源：安信证券研究中心测算

### 3. 两大市场：A 股市场迎物业第一股，港股物业公司抢滩资本市场

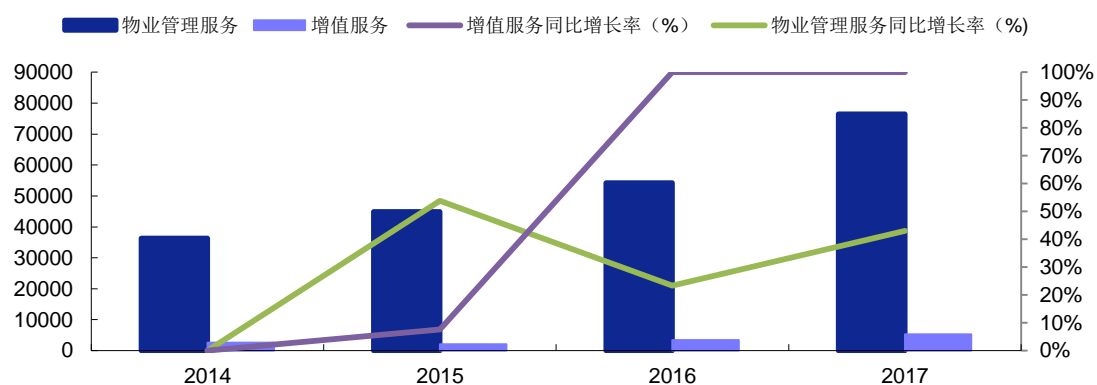
#### 3.1. 南都物业 IPO 成功过会，物业公司终登上 A 股舞台

##### 3.1.1. 物管面积、增值服务均未显优势，未来成长仍可期

2017 年，南都物业实现营业收入 8.02 亿元(+41.85%)、归母净利润 7483 万元(+18.85%)。全年物业管理服务收入 6.75 亿元，同比增长约 47%，贡献收入 82%。其中包干制/酬金制物业管理服务收入分别为 6.67 亿元、745 万元，同比增长 47%、51%。增值服务收入 5264 万元，同比增长约 55%，收入占比 6.4%，收入贡献较上年提升约 0.5 个百分点。公司全年毛利约 2 亿元，其中物业管理服务、增值服务的毛利分别为 1.38 亿元、3912 万元，分别占比 68.8%、19.6%，增值业务毛利贡献较上年提升约 2.5 个百分点。

一方面，在增值业务拓展和 O2O 建设上，南都物业还在初步的搭建推进中。南都物业目前的增值服务包括家政服务、私人绿化服务、室内维修服务等。在基础物业服务之外设立悦都科技、大悦资产、乐勤清洁、乐勤楼宇等专业子公司为住户提供个性化专项服务，悦都科技搭建的社区生活服务平台主要功能包括缴费、快递、门禁系统、购物等方面。

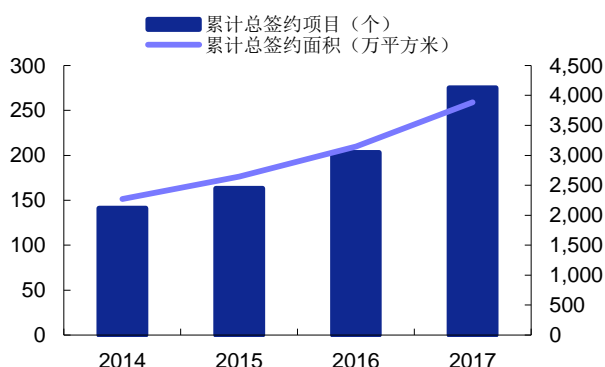
图 6：南都物业物业管理服务和增值服务增长情况（万元，%）



资料来源：Wind，招股说明书，安信证券研究中心

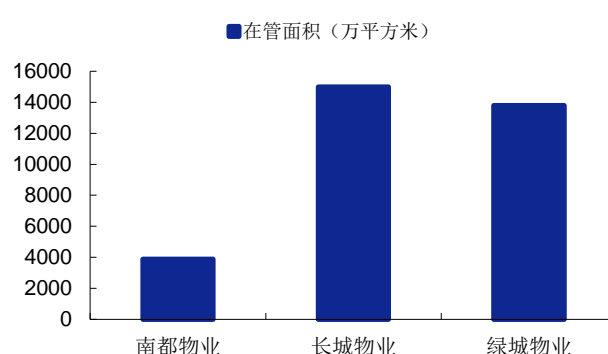
另一方面，一般认为，在管面积能够直接反应企业真实的业务水平和市场地位，而南都物业目前在物业管理规模上还未显现出明显的优势。纵向对比来看，截止 2017 年底，公司累计签约项目 275 个，比上年同期增加 72 个，累计签约总面积 3884.95 万平方米，较上年同期增长 23.14%，在管面积及在管项目稳定提升，但增速低于前十大管理面积增长速度。横向对比来看，被南都物业在招股书中列为主要竞争对手的长城物业目前有物业项目约 700 余个，物业面积逾 1.5 亿平方米。而和南都物业同样起步于杭州的绿城服务，截至 2017 年底的园区服务业务收入对总营收的贡献已达到 17.5%，截止到 2017 年底的在管面积为 1.38 亿平方米。（公司年报）

图 7：南都物业累计签约项目及签约面积



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 8：南都物业与其他物业公司在管面积对比



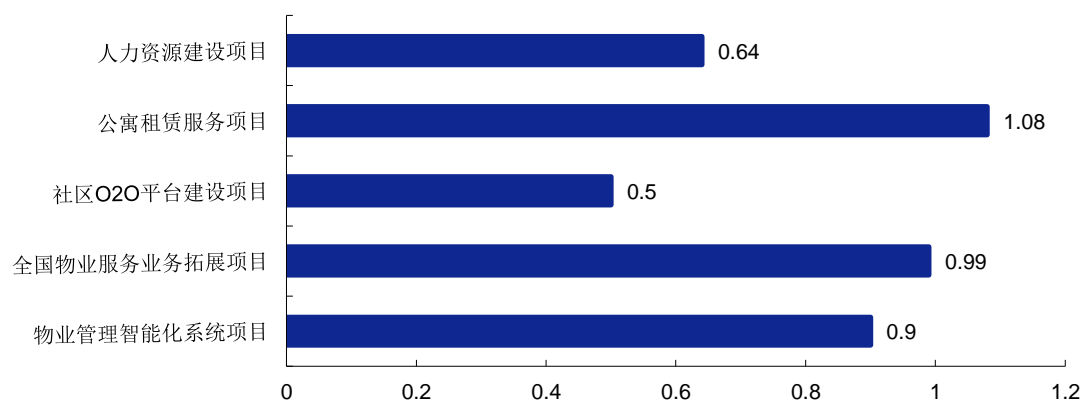
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

全市场来看，物业管理企业探索和尝试的方向一般分为两种：一是主攻物管业务，仍以物管业务收入为主，以万科物业和中海物业为代表，能够依靠强大的项目获取能力，使管理面积的增长快速且具有可持续性；二是转型发展增值服务，以彩生活为代表，在有了一定规模的管理面积之后，积极发展以公共空间租赁、房屋租赁、购物协助、金融理财和各种到家服务为代表的增值业务，增值业务的毛利率非常高。**基于以上分析，我们认为南都物业目前在物业管理规模和增值业务发展上均未占据有利的行业竞争优势地位，但通过公司的成长情况和布局方向可以看出，公司正在践行“物业管理服务为主，大力开展增值服务”的发展方向。**

### 3.1.2. 募集资金主要投入长租公寓业务，“服务+房源”发展态势乐观

此次南都物业 IPO 募集资金将首先用于物业管理智能化系统项目，投资额为 9094.9 万元，其次，公寓租赁服务项目拟投资金额最多，高达 1.08 亿元。

图 9：南都物业本次 IPO 募集资金投资项目（亿元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

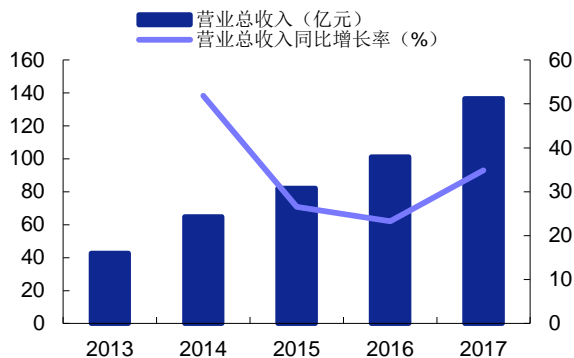
物业公司入局住房租赁，其优势主要体现在两方面：一方面，当前中国长租公寓运营的主流模式便是“租金+服务”。物业公司凭借本家领域的优势，凭借对客户居住、活动等需求的了解，在“服务”着方面占据极大优势。另一方面，长租公寓目前大多分布于一线二线城市，同一集团下开发商自带房源优势，在很多非常好的地段都有自持地块，物业公司在此基础上得以发展，势态前程大好。

**南都物业正迎着住房租赁市场的利好政策趋势，大力布局住房租赁业务。**公司下属全资子公司浙江大悦资产管理有限公司实施募投项目之一的“公寓租赁服务项目”。该项目是采取包租形式承租杭州几处大业主物业和公司在杭州市区内管物业的空置房源，经改造装修后，以公寓的形式对外租赁两种方式。其中大业主物业项目总计将承租 1000 套公寓住宅，投资回收期是 6.53 年，以 10 年的运营期和 10% 的折现率来测算，项目的内部收益率为 14.5%，净现值为 467.22 万元；而空置房项目则是公司预计整合 700 套左右房源，投资回收期是 4.63 年，以 10 年的运营期和 10% 的折现率来测算，项目的内部收益率为 25.6%，净现值为 1942.72 万元。**据 2017 年年报，大悦资产实施的这两个公寓租赁项目，分别于 2017 年 7 月和 9 月正式投入运营，在报告期内获得租金收益分别为 400.63 万元和 59.57 万元。**

### 3.2. 香港主板：资本成强劲成长推动力，物业行业潜力巨大

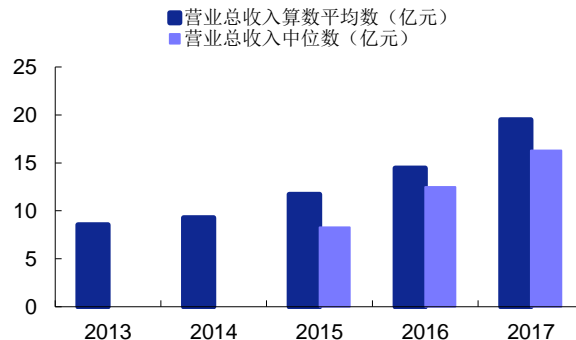
截止最新，香港交易所目前已经有7家物业上市，包括彩生活、中海物业、中奥到家、绿城服务、祈福生活服务、浦江中国、雅生活服务。从财务指标上来看，7家港股物业板块企业2017年营业收入与归母净利润均大幅增长。港股物业企业盈利情况向好很大程度受益于其跑马圈地式地构建商业版图。一方面可以看到资本正以很强的姿态席卷物业行业，大企业正在跑马圈地构建自己的业务围城，从另一方面也可以看出物业行业的潜力。

图 10：2013-2017 年营业收入及同比增长率（亿元，%）



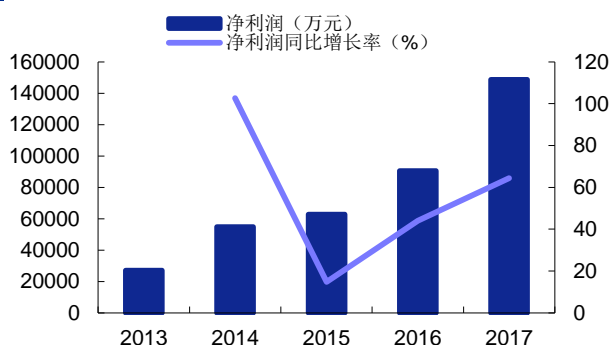
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：2013-2017 年营业收入算数平均数及中位数（亿元）



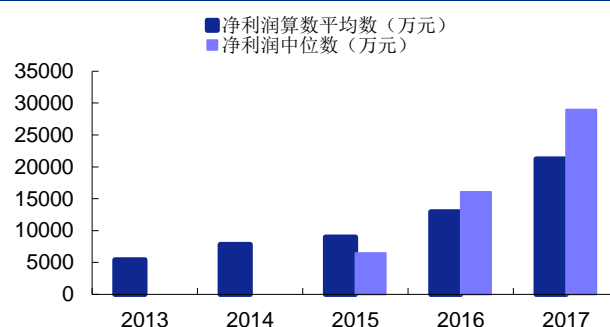
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：2013-2017 年净利润及同比增长率（万元，%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：2013-2017 年净利润算数平均数及中位数（万元）



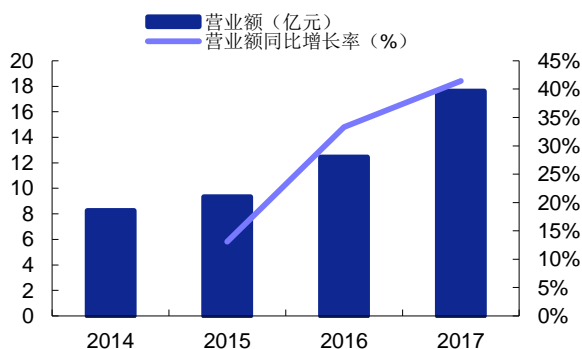
资料来源：Wind，安信证券研究中心

#### 3.2.1. 雅生活服务：发展进入高速增长时期，着力打造国内领先的生活服务平台

##### 3.2.1.1. 双品牌策略，力争 2020 年实现年收 100 亿元

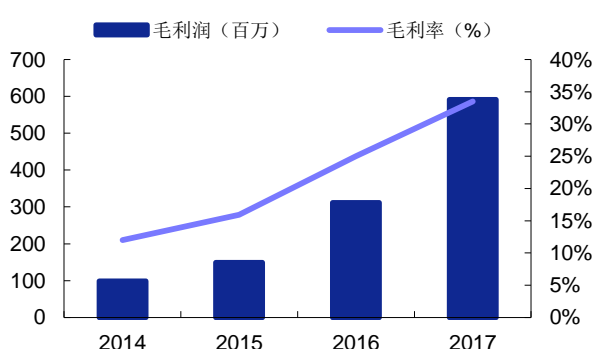
公司 2017 年实现营收 17.6 亿元，同比增长 41%，归母净利润 2.9 亿元，同比增长 80%。增值服务业务收入同比增长率超过 100%。公司综合毛利率延续上行趋势，从 2016 年的 25% 进一步提升至 2017 年的 33.5%。公司住宅平均物业费从 2016 年的 2.94 元/平米/月增长至 2017 年的 3.01 元/平米/月，相比 2016 年行业百强平均水平为 2.31 元/平米/月。

图 14：2014-2017 营业额及同比增长率



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 15：2014-2017 年毛利润及毛利率



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

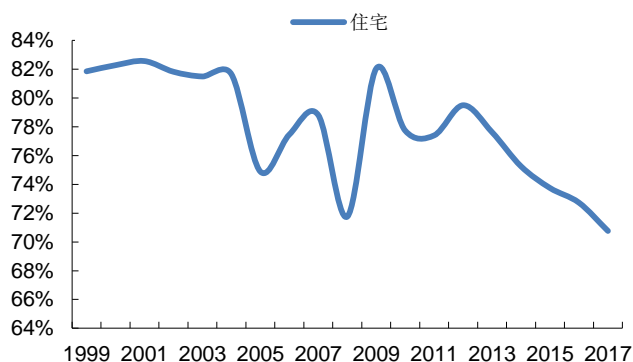
雅生活服务采取双品牌战略，2017年6月，雅生活服务全资收购绿地物业，用“雅居乐物业”+“绿地物业”两个市场认知度高的品牌，实现了优势互补，市场规模迅速扩大。2017年8月，绿地集团又以10亿元战略入股了雅生活服务，取得雅生活服务20%股权。资本的青睐使雅生活服务有足够的进行战略性投资及大规模扩张。雅生活服务将全面承接雅居乐集团开发的面积，以及绿地控股注入的每年不少于1000万平方米的管理面积，同时持续拓展第三方地产商开发的优质项目。截止2018年第一季度，公司表示总在管面积从去年年底的7830万平方米增长40%至1.1亿平方米，相比2018年年末1.4亿平方米的总在管面积目标，完成率达51%。此外，公司预计2022年实现总在管面积达5亿平方米，五年复合年增长率达28%。（公司年报）

## 4. 展望未来：物业行业已非昨日之姿，多业态、智能化成大趋势

### 4.1. 拓展非住宅管理，多业态并存将成潮流

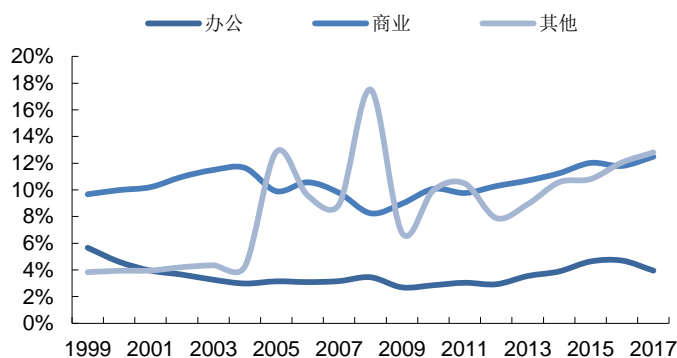
房地产市场转入存量发展，因此各类型物业的增速在未来几年将逐渐放缓。住宅类占总竣工面积的比例整体呈现下降态势，由2001年的峰值82.57%下降至2017年70.76%；但除住宅外，其他三种物业形态均有上升趋势，尤其是商业类和其他类（公共类、产业园、学校、医院等），在2017年分别占总竣工面积的12.48%和12.80%。

图 16：历年住宅占总竣工面积比例



资料来源：Wind，安信证券研究中心

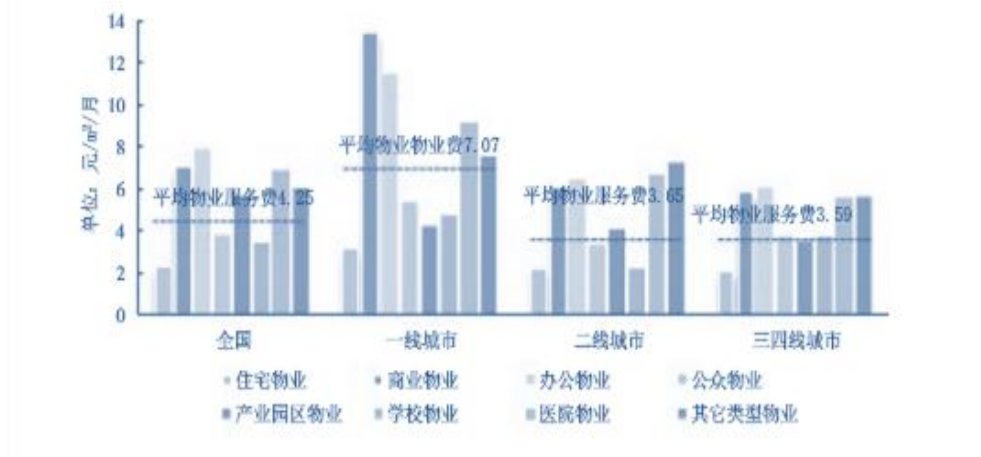
图 17：历年办公/商业/其他类占总竣工面积比例



资料来源：Wind，安信证券研究中心

另一方面，住宅物业管理服务费偏低，且多以现金形式进行收付交易，业主分散，存在一定的资金管理风险。因此越来越多的企业开始将业务范围从传统的住宅物业管理服务拓展至专业性要求更高的医院物业管理、产业园区物业管理等非住宅类物业管理服务，以寻求新的发展机遇，多业态发展引领物业管理行业新方向。

图 18：各线城市各业态物业服务费（元/m<sup>2</sup>/月）



资料来源：《2017 中国物业服务百强企业研究报告》，安信证券研究中心

**表 6：非住宅类物业管理总结**

所属业态	特点	竞争格局	未来趋势
商业物业管理	客户流量大，管理要求高	依赖于商业地产布局情况，一二线城市市场规模更大	开拓资产管理业务，提供“一站式服务”
办公物业管理	办公物业自身高度高、体量大，物业管理极具挑战	三板物业服务企业超一半从事办公物业管理，地域优势明显	办公楼建设放缓，综合运营水平决定企业竞争力
医院物业管理	管理涉及专业门类广、技术含量高	行业存在一定壁垒，企业分布分散	优化服务一体化解决方案，实现可持续发展
学校物业管理	服务对象单一，管理重点在于满足教学需要、保护师生安全	规模化企业少，市场集中度较低	“管理育人，服务育人”，提升服务体验，创新服务项目
公众物业管理	服务核心围绕公共服务的满足，强调个性化与定制化	资质门槛高，东光股份战略转型专注公众物业管理	前期介入服务，最大程度发挥公众物业使用价值
产业园区物业管理	多类型“共处一室”，服务覆盖范围广	具有园区开发区基因的物业管理企业成为行业骨干	综合管理，盘活和运营园区资源

资料来源：安信证券研究中心整理

## 4.2. 转型智能化、集成化，掘进增值服务

**整体来看，物业服务企业与互联网的融合经历了五个阶段：**（1）2009 年以前，行业发展不成熟，对互联网的认知是“看不到、看不懂、看不起”；（2）2009 年开始，长城物业作为探路者，率先开始应用 IT 技术探索如何提升管理效率，并于 2012 年建立一应云智慧平台，开创社区智慧生态圈先河；（3）2013 年，彩之云横空出世，是首家推出以社区 O2O 服务为核心的互联网平台；（4）2015 年，万科物业推出睿联盟全新合作模式，推动行业发展和服务升级，之后越来越多的企业开始捕捉到“互联网+”的发展机遇，加大移动互联、大数据、云计算等新技术方面的投入，加快智慧平台建设步伐；（5）2016 年以后，伴随着互联网概念的持续深入，“物业+互联网”、“物业 O2O”等模式开始逐步买入成熟期。

**表 7：代表性企业 APP/平台迭代情况**

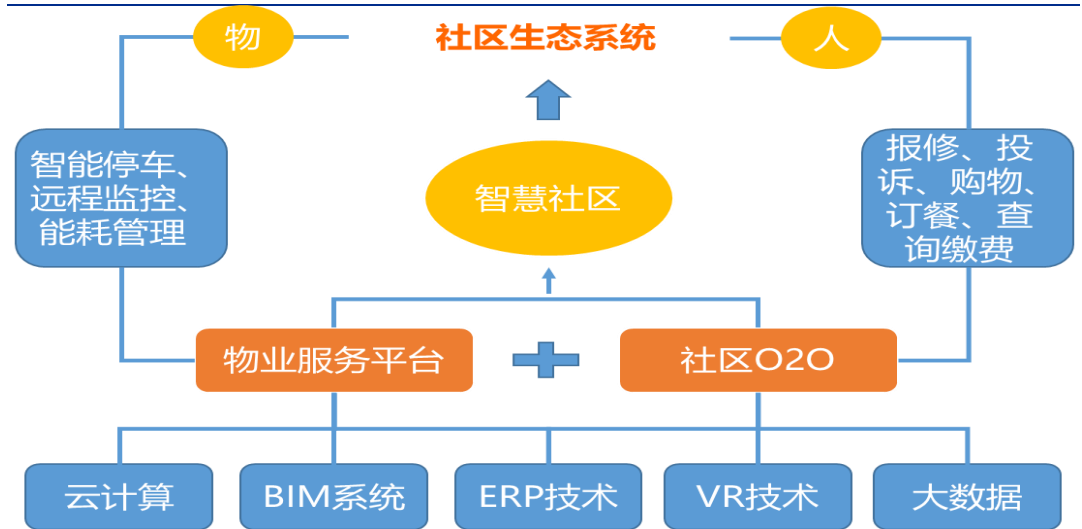
企业	APP/平台名称	升级时间	新功能情况
长城物业	一应云智慧平台	2012	推出线上“一应生活”和线下“一应便利店”业务
	一应云智慧平台 2.0	2016.09	PMS 升级到一应智能
彩生活	彩之云	2013.07	物业服务、商品服务、智能管家等
	彩之云 2.2	2014.08	推出 E 系列应用
	彩之云 2.3	2015.02	界面优化、功能丰富，实现从工具型软件到运营型转变
	彩之云 3.0	2015.10	强化入口与场景设计，组织全面产品化、专业化
	彩之云 3.3	2016.06	产品 E 化、彩生活住宅项目、彩富人生等全面升级
万科物业	彩之云 3.5	2016.11	强化移动端、兼容其他社区 B2F 服务平台、支付等功能
	睿服务 1.0	2014.09	建立记录数据的能力
	睿服务 2.0	2015.08	建立人与物的连接能力
	睿服务 3.0	2016.09	连接人、财、物

资料来源：彩生活官网

**2016 年国家发布“十三五”规划纲要，提出实施创新驱动发展战略，新技术的创新与应用、智慧社区的建设与评价得到各层面的认可，对传统物业管理转型升级来说是重大政策利好，促进了行业的持续、快速发展。**

在传统物业的模式之下，很多物业管理企业也通过提升服务等级和特色服务等方式，获取扩大自身的客户黏性以及品牌口碑。而在互联网，移动互联网、物流服务、电子商务等新技术的带动下，在传统的物业服务以外，更多的依附和围绕于不动产使用者的服务经营项目逐渐产生，使物业管理企业具备进入这些服务领域的先发优势。同时新技术的应用又对传统的物业管理产生正向作用，使物业管理服务的标准化难度下降，更有利于传统行业集中度的提升。

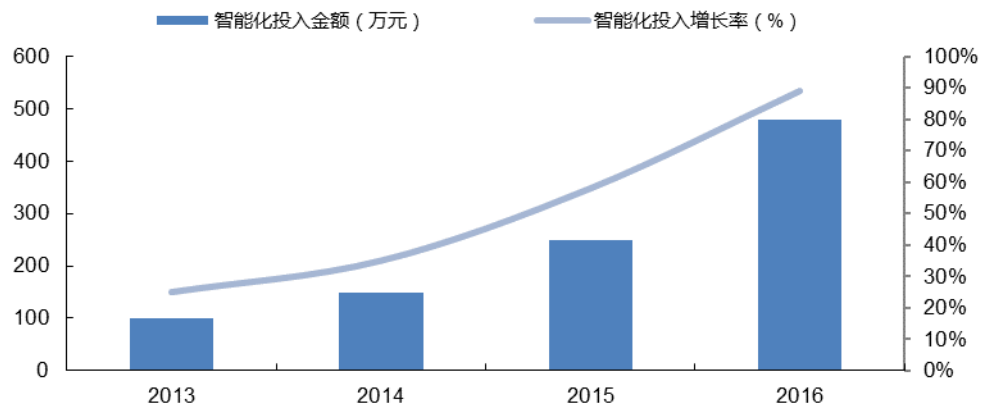
图 19：构建智慧社区示意图



资料来源：中国指数研究院、安信证券研究中心制图

物业智能化管理能够有效改善运营效率低、成本高、管理粗放等局面，实现服务质量的提升。百强企业不断加强智能化建设力度，快速推进智能化管理建设进程，根据中国指数研究院数据，2016年，百强企业智能化投入均值达478.06万元，同比增长79%，2013-2016年，百强企业智能化投入均值增长率逐年扩大，智能化投入均值四年CAGR达到61%。（中国指数研究院）

图 20：2013-2016 年 TOP100 企业智能化投入均值及增长情况



资料来源：中国指数研究院

## 5. 物业管理行业的沃土，重点关注企业盈利能力

受到资产规模的限制，主板的上市要求对于物业管理公司而言较难达到，而新三板已成为物业管理行业发展新阶段另一股重要的资本推动力，受到众多创新、创业型物业服务企业的持续追捧。截止2017年5月17日，已有47家物业服务企业在新三板上市（剔除掉退市及未公布2017年年报的公司），多家物业服务企业也均表示出在新三板挂牌的意愿。

表 8：新三板 47 家物业管理行业企业

证券代码	证券简称	所属分层	市值 (亿元)	2017 营收 (亿元)	同比增长 (%)	2017 归母净利润 (万元)	同比增长 (%)	PE (TTM)
834962.OC	嘉宝股份	创新层	26.12	9.72	42.91	19,210.28	91.07	13.31
837498.OC	第一物业	创新层	11.22	3.71	22.39	5,438.88	28.06	20.29
831971.OC	开元物业	创新层	10.59	5.59	30.78	5,544.85	82.26	18.44
839955.OC	美的物业	创新层	8.70	4.47	63.84	5,639.85	103.72	15.05
839458.OC	兴中能源	创新层	7.60	0.16	6.99	7,628.83	2.48	0.00
833440.OC	新鸿运	基础层	4.77	3.81	17.30	1,798.49	-7.75	26.53
832816.OC	索克物业	基础层	3.53	0.80	48.14	755.63	45.79	46.73
870261.OC	建投实业	基础层	2.91	9.00	5.85	2,979.45	95.46	0.00
430516.OC	文达通	基础层	2.91	2.50	-2.67	-1,006.07	-171.67	-28.89
837249.OC	乐生活	创新层	2.83	2.46	35.46	875.05	87.09	27.95
834070.OC	盛全服务	创新层	2.82	3.05	23.94	1,539.94	18.87	17.38
834858.OC	一卡通	创新层	2.58	7.97	26.77	6,685.06	49.37	0.00
871893.OC	保利物业	基础层	1.97	32.37	27.03	23,018.26	66.16	0.00
833925.OC	兴业源	基础层	1.62	0.67	11.58	722.83	168.75	22.41
870265.OC	天利仁和	基础层	1.44	0.72	48.77	753.93	89.32	19.10
832319.OC	华仁物业	基础层	1.20	1.00	15.38	1,247.28	157.39	9.60
839177.OC	仁和服务	基础层	1.16	0.83	-5.88	843.99	-0.76	13.68
870685.OC	银中物业	基础层	1.12	2.33	32.41	3,104.33	163.54	3.61
871437.OC	上房服务	基础层	1.10	6.17	11.26	3,270.78	32.82	0.00
839277.OC	花千墅	基础层	1.00	0.17	28.55	505.43	71.71	19.78
834381.OC	方圆现代	基础层	0.96	1.81	11.76	1,439.08	15.81	6.69
838844.OC	荣超股份	基础层	0.84	2.30	20.09	2,867.29	12.40	0.00
831840.OC	东光股份	基础层	0.72	1.18	14.26	122.92	117.42	58.50
835800.OC	万联生活	基础层	0.61	0.87	69.52	1,486.78	307.07	4.11
836007.OC	润华物业	基础层	0.48	2.82	38.02	784.31	5.62	6.12
835514.OC	雅荷科技	基础层	0.47	0.51	29.51	606.87	19.35	7.80
871589.OC	客都股份	基础层	0.37	0.25	111.05	94.78	5.55	38.84
871971.OC	中楚物业	基础层	0.33	1.18	71.65	1,031.67	203.61	3.20
872075.OC	德利中天	基础层	0.33	0.57	62.67	21.92	-91.67	0.00
871434.OC	康禧服务	基础层	0.30	1.56	18.24	-137.79	-1,082.10	-21.77
837976.OC	德商股份	基础层	0.24	0.40	23.34	1,404.50	101.52	0.00
871985.OC	彰泰物业	基础层	0.20	1.03	40.83	1,295.80	40.77	0.00
838042.OC	中经世纪	基础层	0.15	0.71	14.34	1,264.24	5.73	0.00
870564.OC	东方物业	基础层	0.13	0.16	12.04	70.38	-9.47	0.00
837530.OC	格力物业	基础层	0.10	0.56	33.92	139.10	-59.26	0.00
871807.OC	兴湃至美	基础层	0.08	0.14	28.16	341.46	228.85	2.44
837496.OC	中广股份	基础层	0.06	0.86	26.75	380.59	32.74	0.00
871702.OC	好生活	基础层	0.06	0.23	42.01	272.60	-8.52	0.00
871792.OC	栖霞物业	基础层	0.05	1.10	7.99	323.00	-36.37	0.00
835232.OC	特毅股份	基础层	0.05	0.41	-10.14	83.85	88.58	0.00
835411.OC	润丰物业	基础层	0.05	0.75	1.51	1,569.33	162.02	0.00
870929.OC	鑫苑股份	基础层	0.00	3.01	18.68	5,865.34	140.52	0.00
870995.OC	伯恩物业	基础层	0.00	2.12	30.35	1,581.13	4.67	0.00
836397.OC	智善生活	基础层	0.00	2.22	31.37	1,157.73	40.49	0.00



<b>834213.OC</b>	物管股份	基础层	0.00	2.54	16.59	658.85	21.54	0.00
<b>832925.OC</b>	城投鹏基	基础层	0.00	0.53	-1.58	163.87	-49.53	0.00
<b>838474.OC</b>	福强股份	基础层	0.00	0.19	3.82	47.53	281.47	0.00

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

从基本面的角度，2017 年在房地产“存量时代”概念被强化的前提下，如何“做好存量”成为当下的重点。而物管行业作为房地产产业链的尾端，通过物管服务的提高来盘活存量，已经被市场所认可。所以在 大环境下，物业管理行业相对的滞后性为企业的发展提供了巨大的空间，我们认为，在地产行业发展的带动下，未来几年将是物管行业迅速成长的时代。

从资本市场的角度看，行业自身正经历重大变革：一方面，物管行业获得了市场的认可，这体现在越来越多的公司挂牌新三板，南都物业成功过会，成为 A 股物业第一股；另一方面，为了寻求多元化业务拓展和多渠道资源的利用，物管企业的并购活动正在增加，正努力冲破地域限制，可以预测未来的市场将会出现群雄割据的局面，并且竞争格局会促使一部分具有潜力的龙头股脱颖而出。总体来说，我们认为南都物业登陆 A 股，使得资本市场开始关注物业板块，是提振行业的利好信息，长期发展空间刚刚开启，2018 年将会继续保持高昂态势。

目前物业板块的估值处于历史估值中枢位置，我们认为企业的成长性是投资主线。由于新三板企业的公司规模层次不齐，所以盈利能力是辨别成长性的重要一点。一方面，重点可以关注规模与绝对营收较高的龙头股，另一方面，可以关注相对增速较高的绩优股。我们在 47 家新三板物业服务企业中，挑选了六家企业以供关注，包括：一卡通、保利物业、嘉宝股份、美的物业、开元物业、第一物业。

### 5.1. 一卡通 (834858.OC): 进入上市辅导阶段, 2017 年净利润超 6000 万

一卡通物业于 2015 年 12 月 14 日在新三板挂牌上市, 成为“新三板海南物业第一股”。一卡通物业依托海航的优势资源, 以精准高效的物业管理和租赁服务为核心, 兼顾多元化经营, 发展特色餐饮业, 通过信息化管理平台, 提升企业的核心竞争力, 向标准化、规模化和国际化发展的战略目标迈进, 实现“五星航空”服务和“星级酒店”管理, 目前物业管理类型已经涉及省政府党政机关、大型航空基地、国际机场、各类高档民用住宅、高档写字楼、大型综合性三甲医院、高等院校, 特色餐饮服务各个领域; 并可根据不同需要向业主提供物业服务。

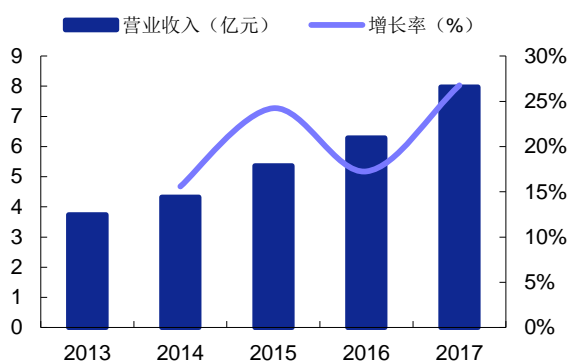
图 21: 一卡通物业服务业态发展情况



资料来源: 搜狐焦点网, 安信证券研究中心

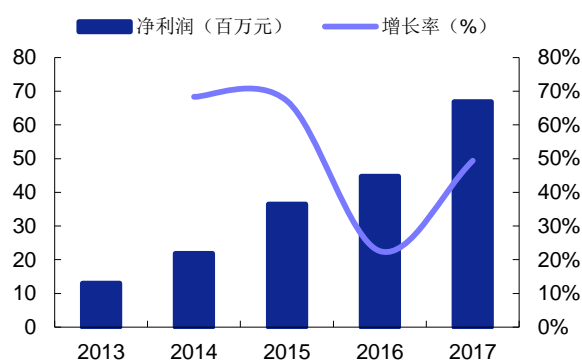
从财务数据来看, 一卡通 2017 年归母净利润超过 6000 万, 在 47 家企业中排名第四。2017 年营业收入同比和净利润同比均较前一年大幅增长。公司实现营业收入 7.97 亿元, 同比增长 26.77%; 净利润 6,685 万元, 同比增长 49.37%, 在管项目 144 个, 在管面积约 1900 万平方米, 业务涵盖临空临港、住宅、写字楼、餐饮、公共服务等五大业态, 收入来源主要为业主或物业使用人支付的物业服务费。

图 22: 一卡通营业收入及同比增长率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 23: 一卡通净利润及同比增长率 (百万元, %)

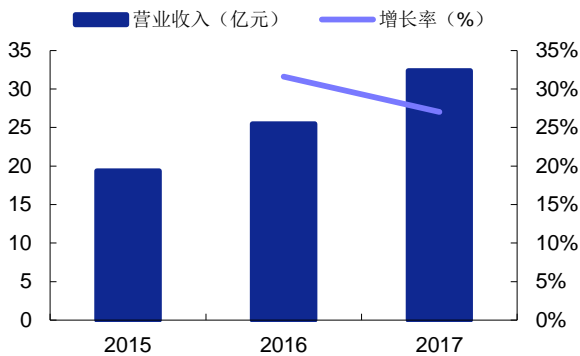


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 5.2. 保利物业 (871893.OC): 背靠保利地产, “技术+服务”打造王牌物业

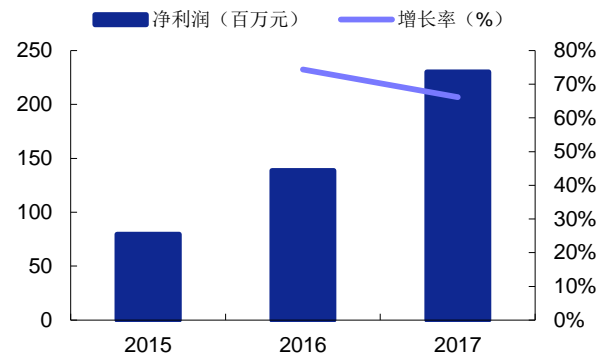
公司作为现代社区综合服务运营商, 根据中国指数研究院发布的《2017 中国物业服务百强企业研究报告》, 公司综合实力排名全国第五。公司为住宅物业、办公物业、工业园区物业、商业物业和其他物业 (学校、医院、体育场馆等) 的开发商、业主提供基础物业管理服务、顾问咨询及协销配合服务和社区增值服务。公司 2017 年实现营收 32.37 亿元 (+27.03%), 归母净利润为 230 百万元 (+66.16%)。

图 24: 保利物业历年收入及其增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 25: 保利物业历年净利润及其增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 亮点一: 紧跟行业信息化发展趋势, 提供一体化智慧社区解决方案

在信息化时代, 物业管理服务的转型发展离不开技术的支持。公司自主开发了芯智慧社区云平台, 专注社区移动化、互联互通业务, 充分发挥平台软件研发及智能硬件集成开发优势, 面向物业服务企业、房地产开发企业提供一流的一体化智慧社区解决方案。芯智慧信息化平台依托社区大数据的强力支撑, 打造“以需求为中心”的客户大数据管理体系, 努力实现“客户满意”和“降本增效”的双重目标。

### 亮点二: 重视服务体系建设, 打造差异化服务模式

公司针对不同业态、不同客户层次, 提出了“亲情和院”和“东方礼遇”服务子品牌, 基于“物”的管理和“人”的服务打造成两个核心产品系列——“全介通”和“大客服”, 进行全生命周期管理和服务。公司高度重视服务体系建设, 成立了标准化管理委员会、标准化工作组、标准管理部门三级管理机构, 加强对公司的服务体系建设, 不断提升服务质量。

### 亮点三: 在管面积持续增加, 积极拓展非住宅业态

公司在管面积 10732 万平方米, 合同面积 17423 万平方米, 同比增长 20.98%、44.75%, 外拓合同面积占比达 23%。其中本年新增外拓项目合同面积达 2379 万平方米, 同比增长 52%。目前, 公司已设有 20 家一级子公司、93 家分公司, 仍在其他城市开拓市场。公司除承接母公司开发的物业外, 积极拓展市场化业务, 成功外拓的物业涵盖高校、公共物业、工业园区、政府物业等多种业态, 丰富的非住宅业态种类有效提升了公司的盈利水平。

表 9: 保利物业主要财务指标

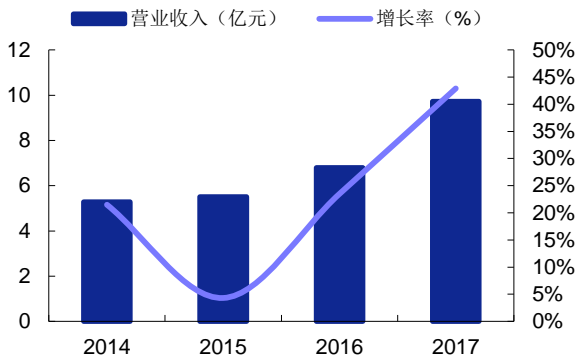
主要财务指标	2015	2016	2017
营业收入 (百万)	1,936.07	2,548.07	3,236.74
收入同比 (%)		31.61	27.03
归母净利润 (百万)	79.44	138.53	230.18
归母净利润同比 (%)		74.38	66.16
毛利率 (%)	19.20	19.26	19.44
ROE (%)	38.26	45.48	58.31
每股收益 (元)	1.59	1.40	2.30

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 5.3. 嘉宝股份 (834962.OC): 蓝光发展控股子公司, 物业管理+商业运营双发展

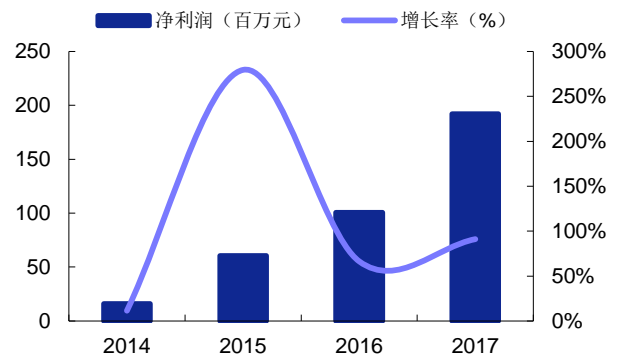
嘉宝股份成立于 2000 年, 系蓝光发展旗下控股公司, 拥有“国家物业管理企业一级资质”。公司主营业务系为住宅、商业、写字楼、工业园区等业态项目提供专业的物业服务与经营服务。据《2017 中国物业服务百强企业研究报告》《2017 中国房地产服务品牌价值研究报告》显示, 嘉宝股份跻身全国物业管理行业综合实力 14 强、品牌价值 23.26 亿元。

图 26: 嘉宝股份历年收入及其增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 27: 嘉宝股份历年净利润及其增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

#### ◇ 亮点一: 盈利能力及人均效能处于行业领先水平

2017 年, 公司合并报表净利润 1.94 亿元, 同比增长 92.45%, 净利润率达 19.96%, 人均管理面积 7,028 平米, 人均产值 12.82 万元。《2017 中国物业服务百强企业研究报告》显示, 2016 年度, 物业管理百强企业的净利润均值为 4,578.98 万元、平均净利率 7.29%、人均产值 12.11 万元、人均管理面积 5,256.56 平方米。

#### ◇ 亮点二: “生活家服务体系”商业模式日趋成熟, 经营管理核心价值逐渐突显

生活家服务体系公司围绕“业主、开发商”两大客户, 构建出的具有互联网平台特征的立体化的服务体系。在生活家数据云的基础上, 构建起物业服务生态圈和社区生活服务生态圈, 成为公司未来的核心竞争力之一。一方面, 生活家服务体系作为承载一键开门、工程维修抢单、照相报修、在线物业缴费、在线水电缴费、停车场二维码缴费等大量新技术、新方法应用的中台与入口, 不断提升业主服务体验, 持续升级传统物业的管理方式, 使物业服务更高效、更简单。另一方面, 生活家服务体系将线上“生活家 APP”与线下“生活家配送中心”实现无缝链接, 推广邮包配送、智能家居、智慧生活等社区增值服务, 抓住用户的“痛点”实现精准营销, 让运营变得更智慧简单, 让用户生活得更加方便、实惠。

#### ◇ 亮点三: 客户高满意与高信任为增值服务开展奠定基础

公司 2017 年度客户满意度调查综合得分为 86 分, 较 2016 年提升 2 分, 其中磨合期 83 分、稳定期提升 83 分、老业主提升 87 分、商业客户 96.8 分。公司在物业产业链后端客户满意修复能力显著提升, 稳定期及老业主客户满意度得到巩固和提升。(盖洛普)

表 10: 嘉宝股份主要财务指标

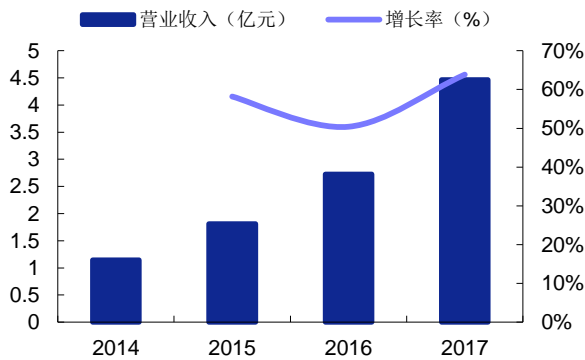
主要财务指标	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入 (百万)	434.58	527.97	550.74	680.11	971.94
收入同比 (%)		21.49	4.31	23.49	42.91
归母净利润 (百万)	14.29	15.92	60.43	100.54	192.10
归母净利润同比 (%)		11.45	279.46	66.38	91.07
毛利率 (%)	34.55	28.14	35.95	34.60	36.92
ROE (%)		6.19	50.89	39.64	44.97
每股收益 (元)		0.80	2.94	1.16	2.18
P/E				19.99	19.08
P/B				7.69	8.10
EV/EBITDA				11.05	10.45

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

#### 5.4. 美的物业 (839955.OC): 提升品牌口碑, 内生增长与外延并购双轮驱动

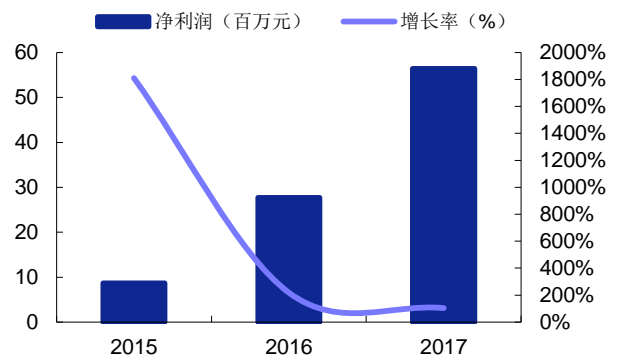
美的物业为国家一级资质物业服务企业, 公司的主营业务为物业管理服务、地产开发前期销售配合服务、其他物业增值服务。公司坚守物业服务本质, 秉承“关爱无所不在”的服务理念, 强化对“物”的管理到对“人”的服务, 持续为客户提供“满意+惊喜”的物业服务。截至 2017 年年底, 公司在管物业服务项目中, 累计有 6 个获得省级示范物业管理项目。公司 2017 年实现营收 4.47 亿元 (+63.84%), 归母净利润 56.40 百万元 (+103.72%)。

图 28: 美的物业历年收入及其增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 29: 美的物业历年净利润及其增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

##### ◇ 亮点一: 充分整合社区资源, 构建新型物业服务模式

公司积极促进物业管理行业与互联网的结合, 在智能化工程施工与维护的业务模式及业务推广上取得了较好的业绩, 智能化工程收入 39.08 百万元, 占比 8.75%。为完善与创新线上服务与管控体系, 美的物业搭建了智慧管理平台 (E 控中心), 公司通过智慧服务管理平台及 APP 的推广应用, 实现 APP 一键开门、线上报单、访客邀请、一键缴费、社区动态查询、线上业务办理、社区商城、智能家居控制等高粘性功能, 让业主通过一部手机即可轻松享受智能家居服务及智慧社区服务。同时, 管理驾驶舱、远程视频监控、智能数字对讲、智能车场系统、设备远程传感及 400 呼叫中心等多套智能化系统, 实现事前预警、实时监督、远程控制等集约化管控, 为业主提供一个安心、放心的社区居住环境。

##### ◇ 亮点二: 积淀 18 年品牌软实力, 深度培养品牌文化

在激烈的市场竞争环境下, 随着人们对服务质量的重视, 品牌价值高的物业企业往往更能赢得客户的青睐。美的物业 18 年来积淀的软实力, 为企业赢得了良好的口碑和市场机会。近年来, 不仅获得了更多非关联方开发的项目服务机会, 未来, 公司将继续强化品牌战略, 注重“美的物业”品牌的培育, 将品牌文化融入到每一个服务细节中。

##### ◇ 亮点三: 内生增长与外延并购双轮驱动, 拓宽收购兼并重组渠道

近些年, 物业公司先后登陆港股、新三板、A 股, 物业管理行业在资本市场价值逐步凸显。公司将持续拓宽收购兼并重组渠道, 寻找优质标的, 加快步伐发展壮大。

表 11: 美的物业主要财务指标

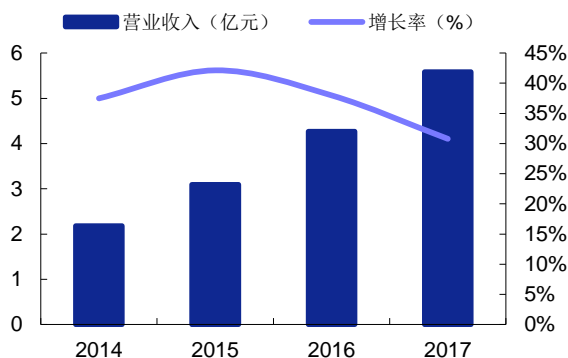
主要财务指标	2015	2016	2017
营业收入 (百万)	181.24	272.59	446.62
收入同比 (%)	58.19	50.40	63.84
归母净利润 (百万)	8.70	27.68	56.40
归母净利润同比 (%)	1,810.14	218.38	103.72
毛利率 (%)	18.44	20.90	20.23
ROE (%)	47.28	55.73	52.21
每股收益 (元)	1.74	1.17	2.26

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 5.5. 开元物业 (831971.OC): 坚持专业化服务, 累计签约项目数猛增

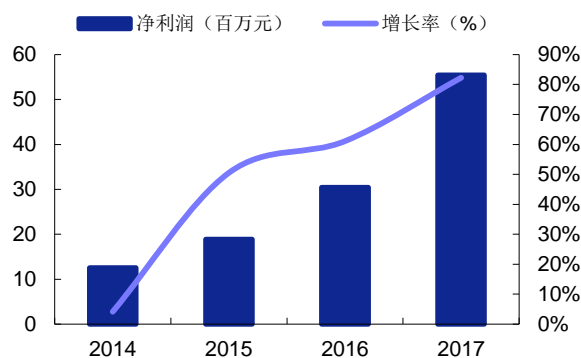
公司是一家物业管理服务提供商, 拥有国家一级资质, 依托自身多年积累的各种业态物业管理经验, 以开元酒店式物业服务为特色, 为住宅、商业物业及其他机构, 如银行、医院、政府等提供专业的物业服务, 致力成为价值领先的城市运营服务商。2017 年实现营收 5.59 亿 (+30.78%), 归母净利润 55.45 百万元 (+82.26%)。

图 30: 开元物业历年收入及其增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 31: 开元物业历年净利润及其增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

#### ◇ 亮点一: 以“开元酒店式物业服务”为特色, 提供专业化、差异化服务

公司的竞争优势主要是专业化与差异化的服务。与同行业相比, 公司坚持以“开元酒店式物业服务”为特色, 受到业内及业主的广泛好评, 此举逐渐成为企业的核心竞争力。由于实施了独特的“开元酒店式物业服务”、“区域聚焦”以及“多业态”的竞争策略, 公司在同行业中独树一帜, 使得公司能够在当地迅速占领市场, 树立了开元“祺服务”精湛品牌, 确保了公司持续稳健发展势头。

#### ◇ 亮点二: 营收净利大幅增长, 累计签约项目数猛增

2017 年, 公司奉行“四个创新”, 即组织创新、机制创新、经营创新、措施创新, 整合产业链上下游资源, 推进物业管理服务生态圈建设, 做大做强开元物业, 增添公司发展后劲。全年实现营业收入 5.59 亿元, 同比增长 30.78%, 实现净利润 55.4 百万元, 同比增长 82.40%。报告期内实现新增签约项目 93 个, 公司累计总签约项目 332 个, 其中住宅项目 157 个、非住宅项目 95 个、案场项目 32 个、顾问项目 14 个、专项项目 33 个、委托管理 1 个。全年新增签约面积 999 万平方米, 比上年上升 21.97%, 累计签约面积达 3,797.25 万平方米。

表 12: 开元物业主要财务指标

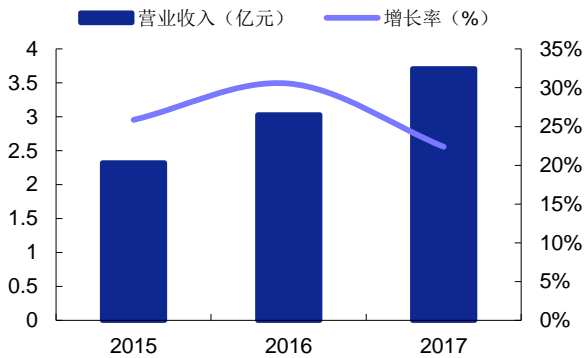
主要财务指标	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入 (百万)	158.40	217.79	309.56	427.16	558.66
收入同比 (%)		37.49	42.14	37.99	30.78
归母净利润 (百万)	12.05	12.55	18.89	30.42	55.45
归母净利润同比 (%)		4.14	50.51	61.09	82.26
毛利率 (%)	35.93	36.12	31.80	22.95	23.17
ROE (%)		35.31	28.94	35.43	40.82
每股收益 (元)		1.25	1.88	0.96	1.35
P/E			25.58	21.83	21.28
P/B			5.61	7.57	9.04
EV/EBITDA			8.79	8.21	10.78

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 5.6. 第一物业 (837498.OC): 绿色科技构建智能社区, 不断外拓实现规模效应

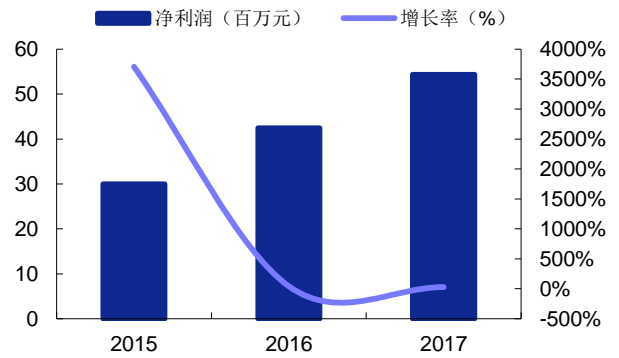
公司主要为客户提供综合物业管理服务, 凭借专业的综合物业管理能力、较高的品牌认可度、绿色科技物业运营的技术和质量体系、以及专业化的运营管理团队等关键资源要素, 为客户提供绿色运营服务和绿色社区前期介入服务。公司业务主要面向社区业主、商户和开发商。2017 年实现营收 3.71 亿元 (+22.39%), 归母净利润 54.39 百万元 (+28.06%)。

图 32: 第一物业历年收入及其增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 33: 第一物业历年净利润及其增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

#### ◇ 亮点一: 技术优势明显, 绿色科技构建智能新社区

截止 2018 年 4 月, 公司自主研发的实用新型技术专利达到 16 项, 并且大部分专利已在项目日常生产、服务中得以运用。其中电梯机房降温微动力节能通风装置、电梯机房自流节能排风装置, 在响应绿色节能环保理念的同时也改变了传统使用空调降温的耗能过大的情形。公司部分管理服务项目的社区房屋整体价值提升约 30%、建筑使用寿命延长约 30%、人力成本节约 30% 左右。第一物业将继续秉承绿色物业经营理念, 在消费升级大趋势下, 基于社区大生态尽最大努力满足用户对全新生活方式的所有想象, 用绿色科技构建中国智能新社区。

#### ◇ 亮点二: 外拓实现规模化发展, 拟通过收购实现整合资源优势

规模化发展是物业服务企业克服成本因素、提升企业知名度的必要发展方向, 公司将着力进行市场拓展工作推行“火箭计划”。未来三年, 公司将扩充市场拓展工作专职人员达到 70 人左右的规模, 覆盖全国约 30 个重点城市; 外拓项目将达到 2000 万平方米左右。未来三年公司拟收购具备较高物业管理资质、区域市场优势、优质项目资源、业务互补性及增值业务拓展能力等优势物业公司。通过整合资源优势提高公司的抗风险能力, 扩充公司的物业管理面积和服务规模, 最大程度降低综合运营成本, 提升公司在行业中的竞争力和品牌影响力。

表 13: 第一物业主要财务指标

主要财务指标	2015	2016	2017
营业收入 (百万)	232.18	303.09	370.95
收入同比 (%)	25.86	30.54	22.39
归母净利润 (百万)	29.98	42.47	54.39
归母净利润同比 (%)	3,706.76	41.65	28.06
毛利率 (%)	32.58	36.19	35.34
ROE (%)	56.71	44.55	20.78
每股收益 (元)	3.65	4.07	1.60

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## ■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	葛娇娇	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034