

物业管理企业全景图

从关联方视角看上市物企发展潜力

2020年09月09日

平安证券研究所地产团队

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



核心摘要

- ▶ **从上市物管公司整体看服务规模及盈利能力：**由于竣工延续较高水平、行业集中度提升，上市物管公司在管面积、增值服务收入2017-19年复合增长31%、65%，2019年末均值达0.84亿平、7.1亿元；而物业管理费受政府指导定价、业委会投票决议等限制，表现相对刚性。2015年以来商品房销售面积与竣工面积剪刀差扩大，预示后续行业规模增长确定性较高。开发商背景物管公司由于关联房企在管理面积、非业主增值服务等方面提供支持，规模及增速明显优于独立型物管公司，其中开发商控股的物管公司规模优势更为明显且盈利能力相对更强（2017-19年毛利率均值30.9%）。
- ▶ **多维度探讨基础物业服务增长潜力：**考虑物管费相对刚性，基础物业服务发展更为关注在管面积后续表现，由其构成出发（关联房企导入、第三方收并购、第三方招投标），从关联房企支持、收并购潜力、品牌价值、服务广度与深度、非住宅先发优势等角度进行观察。对比来看，独立型物管公司发展潜力整体弱于开发商背景企业，如合约面积/在管面积倍数更低、在手现金及占总资产比例更低、覆盖城市数量较少等。开发商背景企业中保利物业、碧桂园服务、新城悦服务等表现相对突出。
- ▶ **增值服务盈利能力更优，规模&渗透率双重驱动：**增值服务以基础物业服务为培育土壤，受规模与渗透率双重驱动，除基础服务规模外，还需关注区位分布对消费能力与消费意愿的影响。从关联房企2017-19年累计获地来看，银城生活服务、滨江服务、金融街物业、绿城服务等对应房企布局以一二线及核心城市圈为主，或更利于渗透率提高。此外，增值服务毛利率普遍高于基础物业服务，2019年上市物管公司均值分别为41.5%、21.4%，其中社区增值高于非业主增值，2019年均值为53.3%、33.4%，基于毛利率差异化表现，增值服务发展迅速、占比较高企业同样值得关注，如建业新生活、新城悦服务、雅生活服务。
- ▶ **开发商背景物管公司发展潜力梳理：**从基础物业服务、增值服务发展潜力出发，对开发商背景上市物管公司进行评分筛选，综合评分较高公司为保利物业、碧桂园服务、新城悦服务、雅生活服务、永升生活服务。

数据说明

- 本文分析样本为已于上交所、深交所、港交所上市的物业管理公司，剔除经营场所以香港为主（创毅控股、时时服务、雅居投资控股）、经营范围以物业管理以外业务为主（申基国际、宝龙商业）以及无法找到近三年连续经营、财务数据（华金国际资本）标的。根据物业管理公司与房地产开发企业关系，可以分为独立型、关联型，其中关联型按照是否控股可进一步分类为非控股型、控股型，样本统计显示独立型上市物管公司共4家、关联型共24家，其中非控股型15家、控股型9家。

上市物业管理公司样本

类型	股票代码	公司简称	关联房企	持股比例	类型	股票代码	公司简称	关联房企	持股比例
独立型	002968.SZ	新大正	——	——	非控股型	9928.HK	时代邻里	时代中国	——
独立型	603506.SH	南都物业	——	——	非控股型	9983.HK	建业新生活	建业地产	——
独立型	1417.HK	浦江中国	——	——	非控股型	3686.HK	祈福生活服务	祈福集团	——
独立型	1538.HK	中奥到家	——	——	非控股型	9916.HK	兴业物联	正商实业	——
非控股型	1502.HK	金融街物业	金融街	——	非控股型	6958.HK	正荣服务	正荣地产	——
非控股型	1755.HK	新城悦服务	新城控股	——	控股型	001914.SZ	招商积余	招商蛇口	直接持股47.45%、通过深圳招商房地产持股3.71%
非控股型	1922.HK	银城生活服务	银城国际控股	——	控股型	1778.HK	彩生活	花样年	51.69%
非控股型	1941.HK	焯星集团	鸿坤集团	——	控股型	1895.HK	鑫苑服务	鑫苑地产	54.55%
非控股型	1971.HK	弘阳服务	弘阳地产	——	控股型	1995.HK	永升生活服务	旭辉控股集团	26.48%+23.64%（表决权）
非控股型	2669.HK	中海物业	中国海外发展	——	控股型	2168.HK	佳兆业美好	佳兆业集团	67.23%
非控股型	2869.HK	绿城服务	绿城中国、龙湖集团	——	控股型	2606.HK	蓝光嘉宝服务	蓝光发展	65.04%
非控股型	3316.HK	滨江服务	滨江集团	——	控股型	3319.HK	雅生活服务	雅居乐集团、绿地控股	雅居乐集团持股54%、绿地控股持股7.5%
非控股型	6093.HK	和泓服务	和泓置地	——	控股型	3662.HK	奥园健康	中国奥园	54.58%
非控股型	6098.HK	碧桂园服务	碧桂园	——	控股型	6049.HK	保利物业	保利地产	直接持股71.25%，通过西藏赢悦持股3.75%

Contents

01

规模及盈利：规模持续扩张，各类型呈现分化

02

基础服务展望：关注关联房企销售土储、自身收并购潜力、品牌价值带来的影响

03

增值服务展望：盈利能力更优，规模&渗透率双重驱动

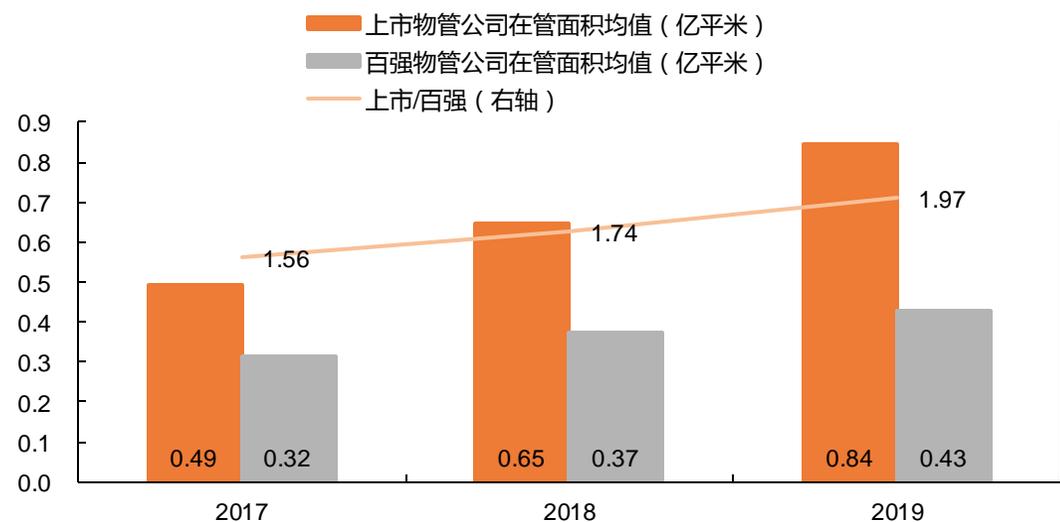
04

开发商背景物管公司发展潜力梳理

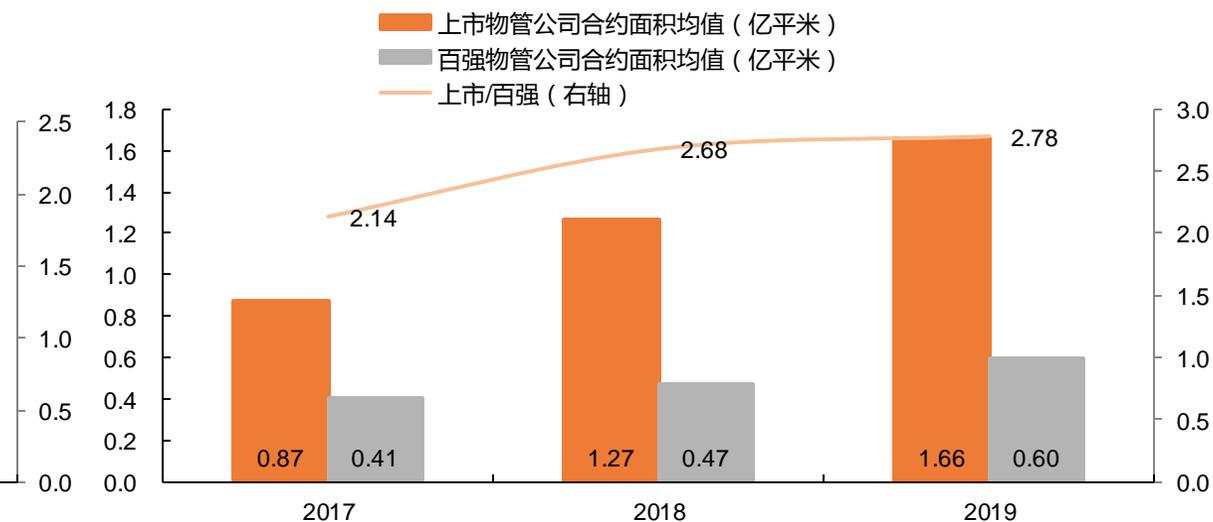
上市物管公司管理面积持续增长，市占率提升

- 随着前期销售项目逐步步入交房周期、存量房市场渗透率提高，上市物业管理公司在管面积、合约面积持续增长，2019年末均值分别达到0.84亿平米、1.66亿平米。
- 集中度方面，2019年末上市物业管理公司在管面积、合约面积均值分别为百强1.97倍、2.78倍，较2018年的1.74倍、2.68倍进一步提升。

上市物管公司在管面积均值走势



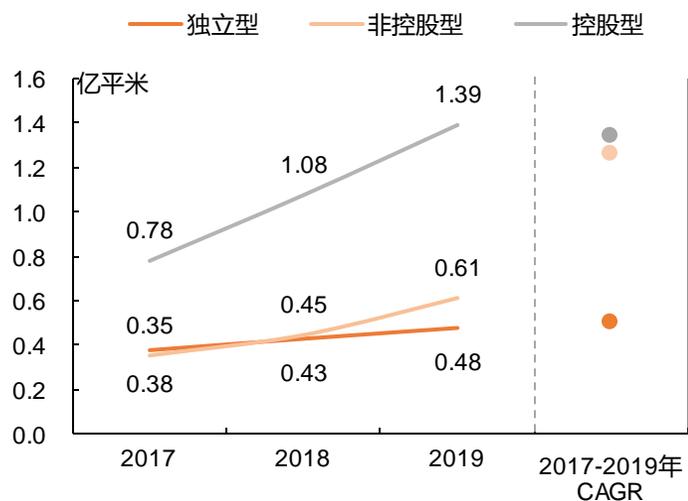
上市物管公司合约面积均值走势



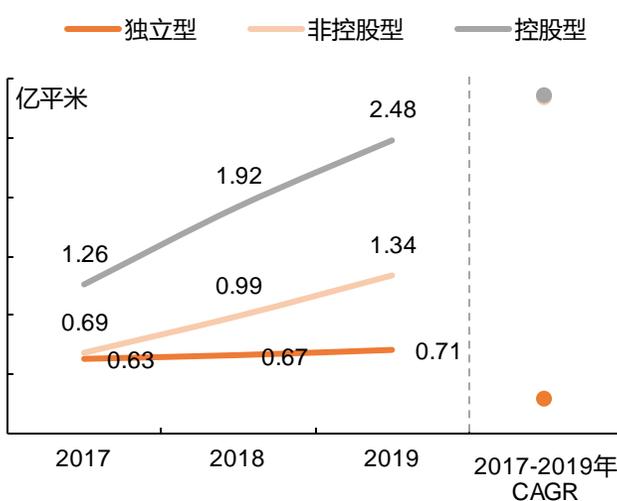
开发商背景物管公司管理面积更大，短期发展潜力更高

- 2019年末关联型物管公司在管面积、合约面积均值均高于独立型物管公司；增速方面，控股型、非控股型在管面积2017-2019年复合增速为33.6%、31.6%，合约面积2017-2019年复合增速为40.1%、39.7%，优于独立型表现（12.5%、5.8%）。从关联型内部来看，控股型物管公司面积均值及增速更为突出。
- 从储备面积来看，已签约未在管为物业管理公司相对确定的发展驱动因素之一，我们以合约面积/在管面积衡量短期发展潜力，2019年末非控股型、控股型、独立型物管公司覆盖倍数分别为2.13倍、1.60倍、1.15倍。

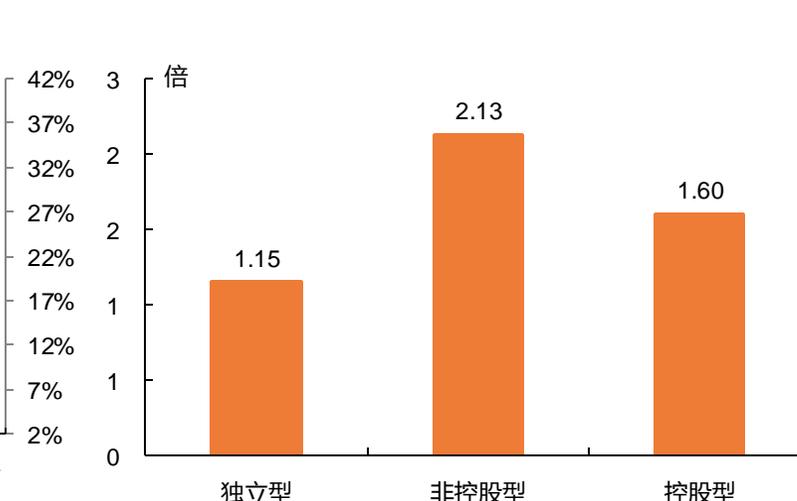
上市物管公司在管面积均值对比



上市物管公司合约面积均值对比



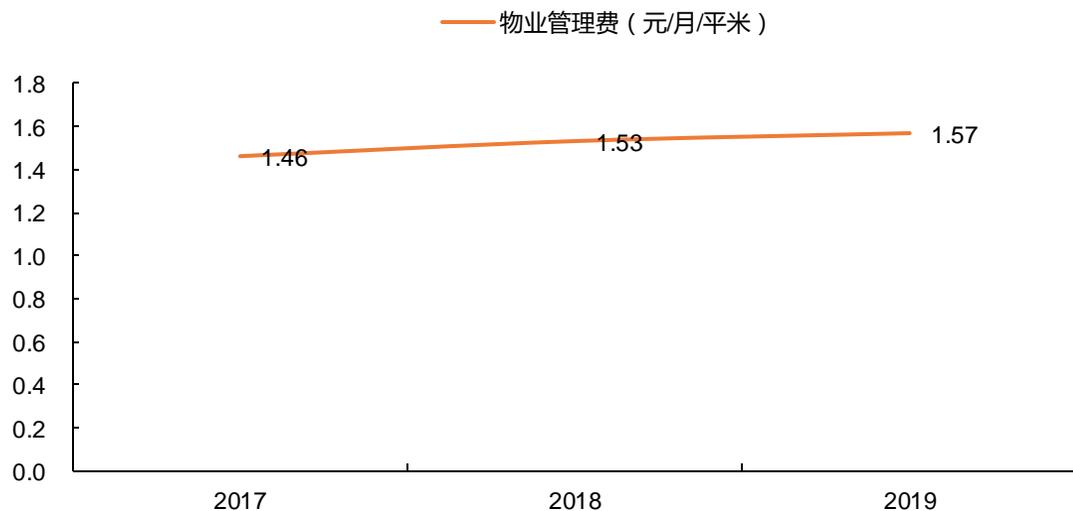
2019年末上市物管公司合约面积/在管面积



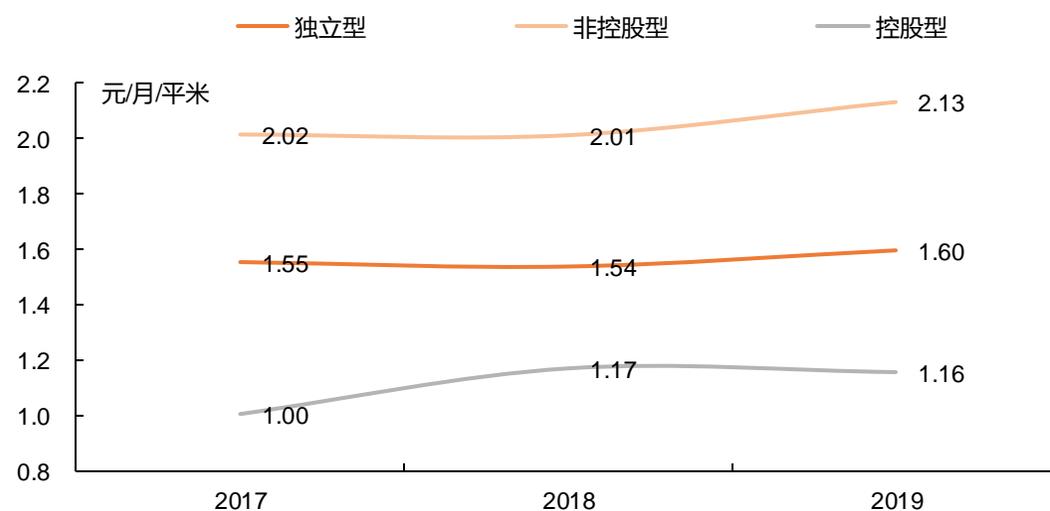
物业管理费相对刚性，不同类型呈现分化

- 我们以基础物业服务收入/（期初期末在管面积均值*12）估算单月平均物业管理费，由于面临政府指导定价及业委会投票表决等因素影响，涨价受到限制，2017-2019年上市物管公司物管费整体稳定。
- 结构上，非控股型上市物管公司物管费相对更高，独立型次之、控股型最低。其中非控股型主要受兴业物联、金融街物业（2019年物管费5.86、3.57元/月/平米）等带动，控股型主要受低均价、高性价比的彩生活（2019年物管费0.77元/月/平米）等影响。

上市物管公司物业管理费走势



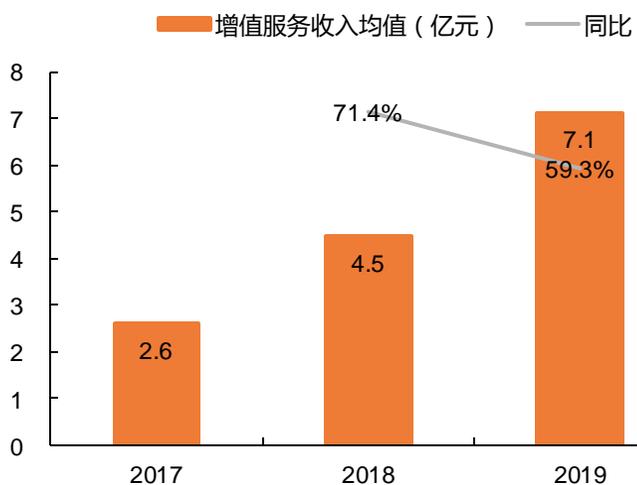
不同类型上市物管公司物业管理费走势



增值服务发展迅速，非业主增值服务为主要来源

- 2017年以来上市物管公司增值服务收入规模持续增长，2018、2019年增速分别达71.4%、59.3%，远高于百强物管公司增速表现（28%、29%）。绝对额方面，2019年上市物管公司增值服务收入均值7.1亿元，为同期百强收入均值3.2倍（2018年为2.6倍）。
- 收入构成来看，非业主增值服务为收入贡献主力军，2017-2019年占上市物管公司增值服务收入比重稳定59%左右。

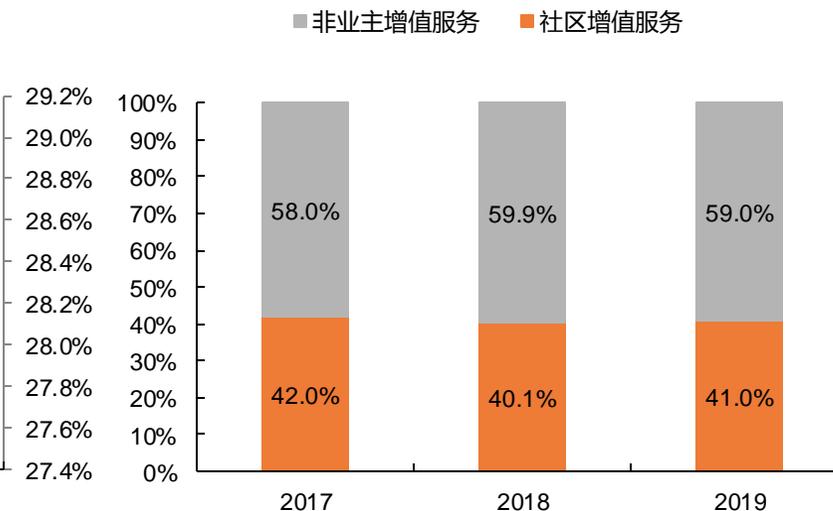
上市物管公司增值服务收入均值及同比



百强物管公司增值服务收入均值及同比



上市物管公司增值服务收入占比



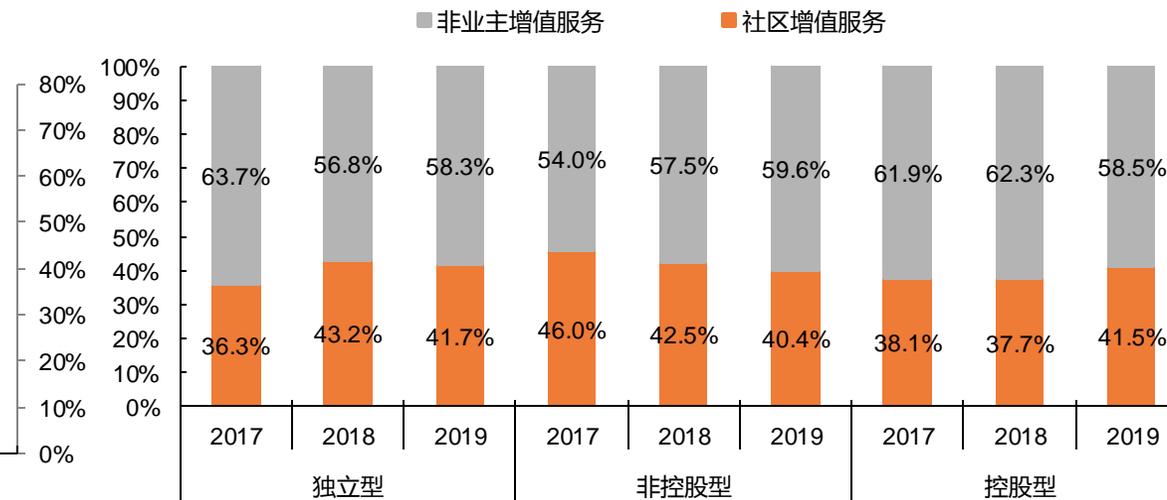
开发商背景物管公司增值服务规模更大、增速更高

- 上市物管公司中，独立型2019年增值服务收入均值1.97亿元、2017-2019年收入复合增速52.4%，均低于开发商背景企业。从开发商背景物管公司内部来看，控股型2019年收入均值9.84亿元，规模优势更为明显。
- 分不同企业类型来看，非业主增值服务收入占比均高于社区增值服务。

不同上市物管公司增值服务收入均值对比

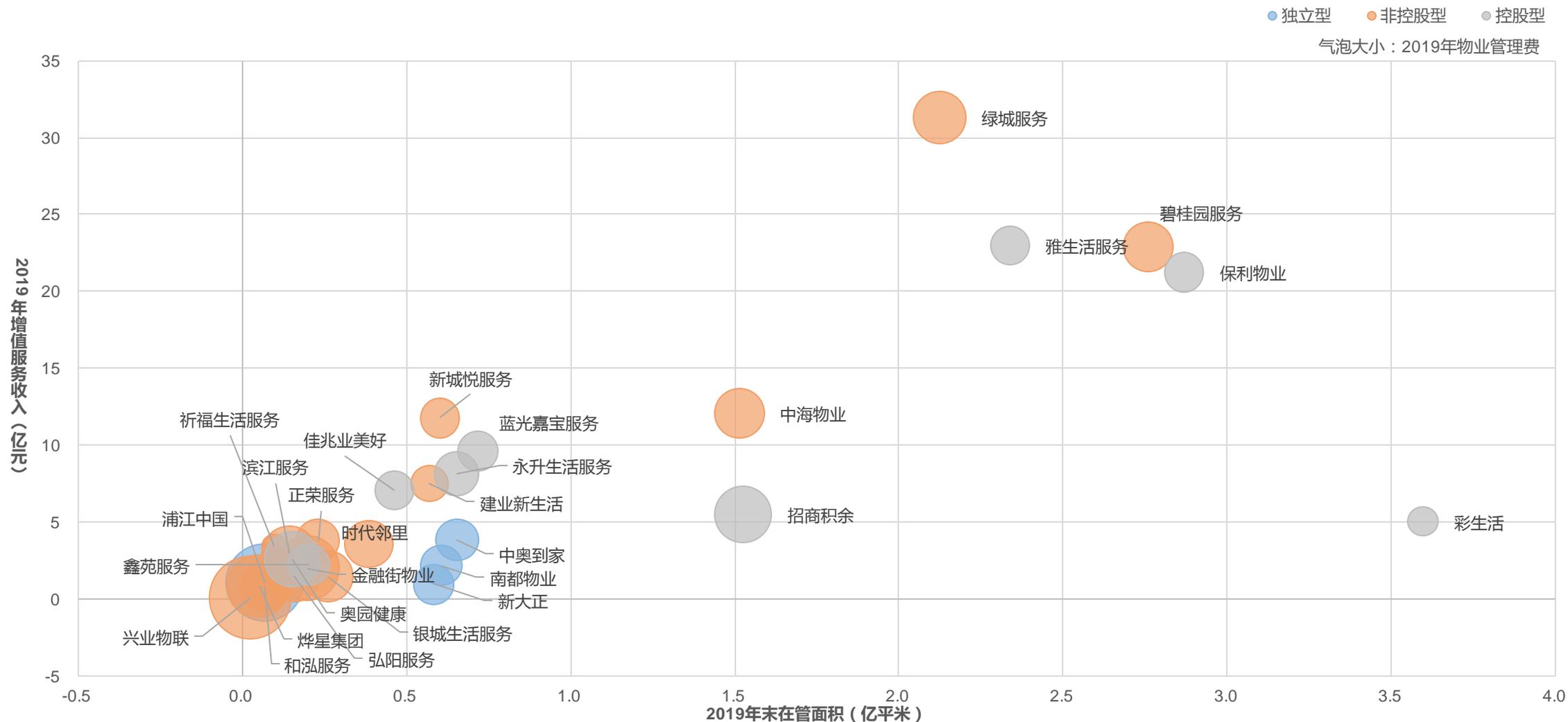


不同上市物管公司增值服务收入占比





上市物管公司在管面积、物管费、增值服务收入分布



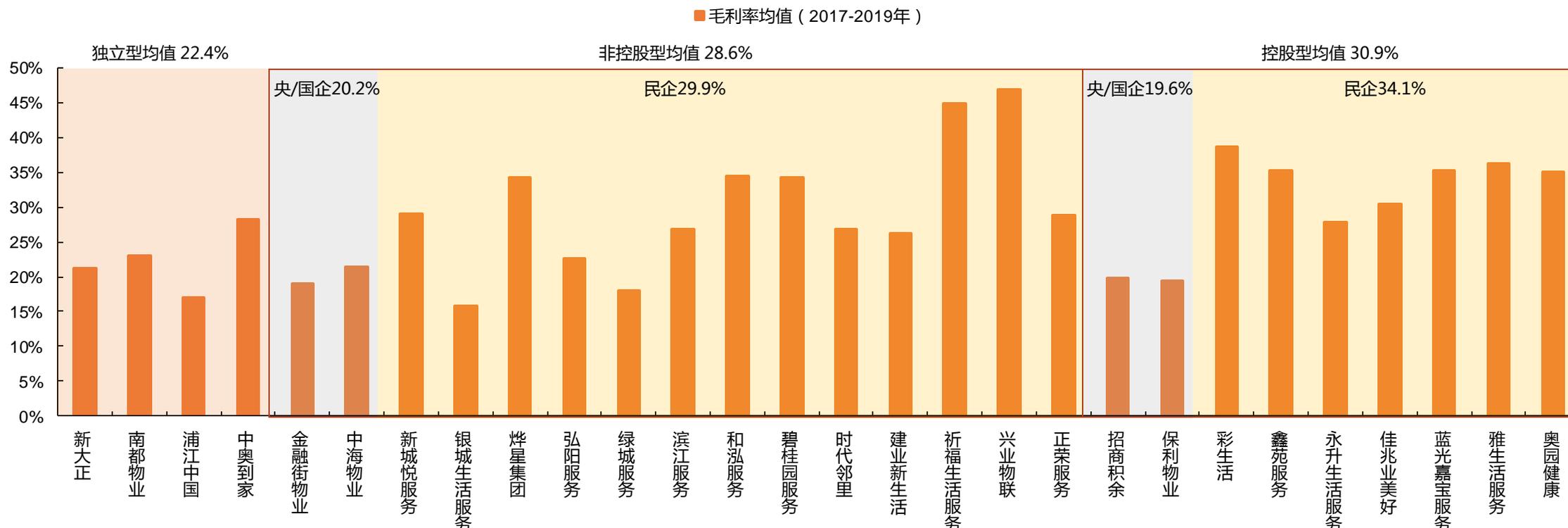
增值服务收入与在管面积相关度较高

- 从前文气泡图可以观察到：
 - 独立型物管公司在管面积均处在1亿平米以下，增值服务收入均处在5亿元以下，其中浦江中国由于非住宅业态占比比较高（2019年非住宅在管面积占比69%），物业管理费5.25元/月/平米，相对更高。
 - 9家控股型物业管理公司中，6家在管面积处0.5亿平米以上，7家增值服务收入处5亿元以上，整体表现较好，其中彩生活在管面积最大为3.6亿平米，雅生活服务增值服务收入最高为23亿元。
 - 增值服务收入与在管面积基本呈正相关关系，主要由于在管面积的增加为增值服务开展提供更多可能性，该关系在非控股型物管公司中表现更为明显。非控股型物管公司内部呈现分化，大约67%的非控股型物管公司在管面积、增值服务收入处于0.5亿平米以内、5亿元以下；20%公司在管面积处在0.5-2亿平米之间、增值服务收入处在5-15亿元之间；绿城服务在管面积2.12亿平米、增值服务收入31.3亿元，碧桂园服务在管面积2.76亿平米、增值服务收入22.9亿元，表现最为突出，其中绿城服务增值服务收入居全部上市物管公司之首。
 - 物业管理费与基础物业服务、增值服务规模相关性较小，物管费较高的兴业物联（5.86元/月/平米）、浦江中国（5.25元/月/平米）主要承接非住宅物业管理，滨江服务（2.64元/月/平米）、绿城服务（2.37元/月/平米）主要从事中高品质住宅物业管理服务。

📌 控股型上市物管公司盈利能力更强

➤ 从毛利率视角来看，由房企控股的物管公司盈利能力相对更强，2017-2019年均值为30.9%，高于非控股型（28.6%）、独立型（22.4%）；若仅考虑民企，则控股型毛利率均值为34.1%，相对更高。

◆ 上市物管公司综合毛利率



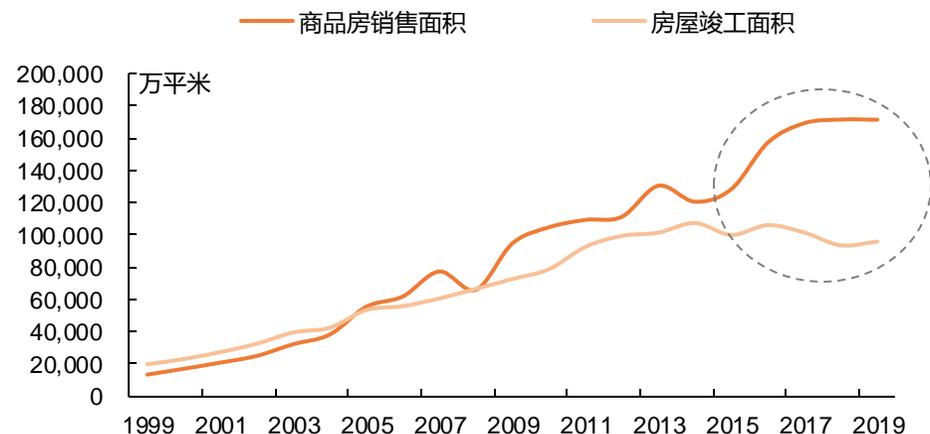


小结：服务规模持续提升，独立、非控股、控股呈现分化

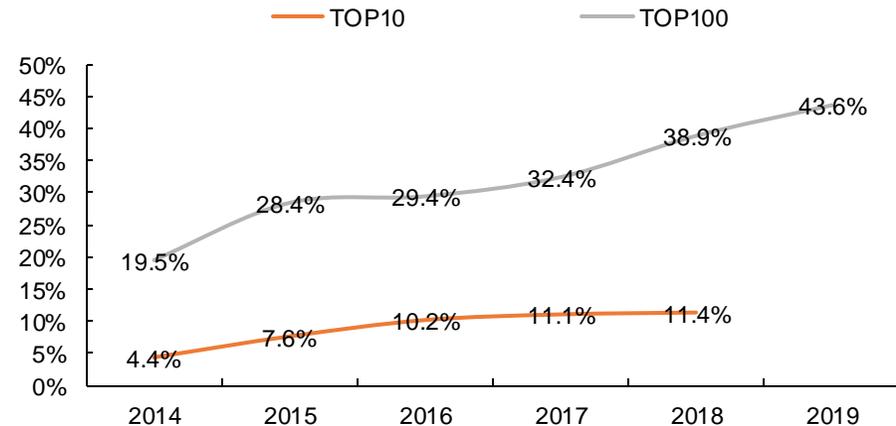
结合前文管理面积、物业管理费、增值服务收入等分析，我们有以下结论：

- 2017年以来，上市物管公司在管面积、增值服务均明显增长，物业管理费受政府指导定价及业委会投票等限制，表现相对刚性。
- 规模提升原因可能为：
 - 近年竣工规模维持高位，持续导入增量在管面积，2015年以来商品房销售面积与竣工面积剪刀差扩大，预示后续行业增长确定性较高。
 - 随着行业集中度提升，上市物管公司规模持续扩大。
- 开发商背景物管公司由于关联房企在管理面积、非业主增值服务等方面提供支持，在管面积、增值服务规模、增速均明显优于独立型物管公司，其中开发商控股的物管公司更具规模优势、且盈利能力相对更强。

◆ 销售、竣工面积剪刀差扩大



◆ 百强物管公司管理面积市场份额持续提升



Contents

01

规模及盈利：规模持续扩张，各类型呈现分化

02

基础服务展望：关注关联房企销售土储、自身收并购潜力、品牌价值带来的影响

03

增值服务展望：盈利能力更优，规模&渗透率双重驱动

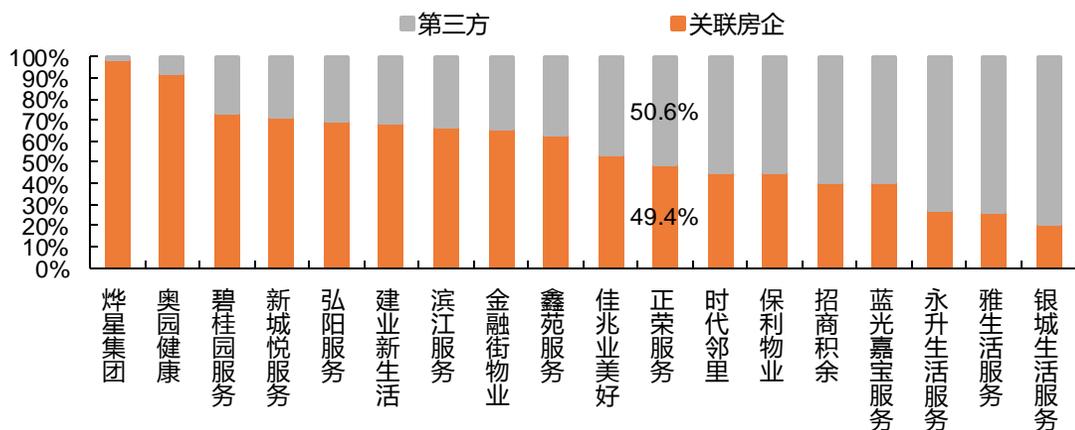
04

开发商背景物管公司发展潜力梳理

从关联房企销售、合约面积看在管面积短期增长潜力

- 由于物业管理费相对刚性，我们重点关注管理面积的发展。物管公司管理面积主要来自三方面：1) 关联房企开发项目导入；2) 第三方拓展，分为收并购、第三方招投标两类。从已披露数据的18家上市物管公司来看，其在管面积来自关联房企比例为49.8%、第三方拓展比例为50.2%。
- 从关联房企导入视角出发，短期来看，影响在管面积增长确定性较高因素为合约面积与关联房企销售，由于独立型物管公司仅能通过市场化竞争拓展业务，因此我们首先对比合约面积贡献大小。根据前文分析，独立型、非控股型、控股型上市物管公司合约面积覆盖在管面积倍数为1.15倍、2.13倍、1.6倍，独立型短期增长确定性相对更低，其中新大正为1.2倍、中奥到家为1.1倍。基于此，对于短期增长确定性的探讨主要围绕开发商背景物管公司展开。

部分上市物管公司在管面积来源分布（2019年末）



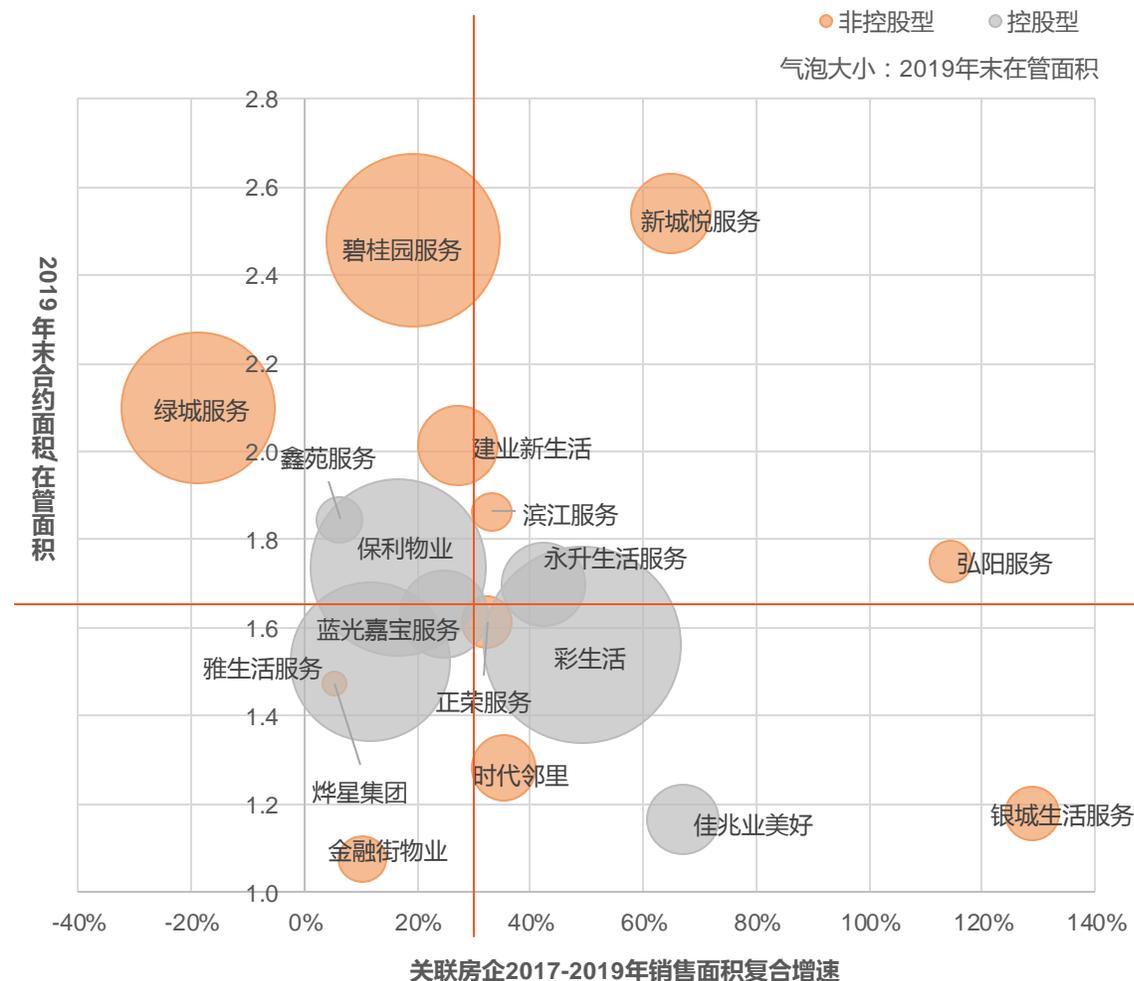


从关联房企销售、合约面积看在管面积短期增长潜力

➤ 我们综合关联房企销售、合约面积分析短期增长潜力，由于销售至竣工交付一般耗时2-3年，因此我们重点关注关联房企2017-2019年销售情况，同时以合约面积/在管面积衡量储备资源充裕程度，得到如下结论：

- 非控股型与控股型上市物管公司间无明显差异。
- 关联房企销售增速、合约面积覆盖倍数双高企业为新城悦服务，双低为金融街物业。
- 在管规模较大（2亿平方米以上）物管公司中，合约面积覆盖倍数较高企业为碧桂园服务、绿城服务，关联房企销售面积增速较高企业为彩生活。
- 招商积余、奥园健康（在管面积1.53、0.15亿平方米）未公布合约面积数据，但关联房企销售增速亦表现较为突出（42.7%、62%）。

上市物管公司在管面积短期增长潜力分析

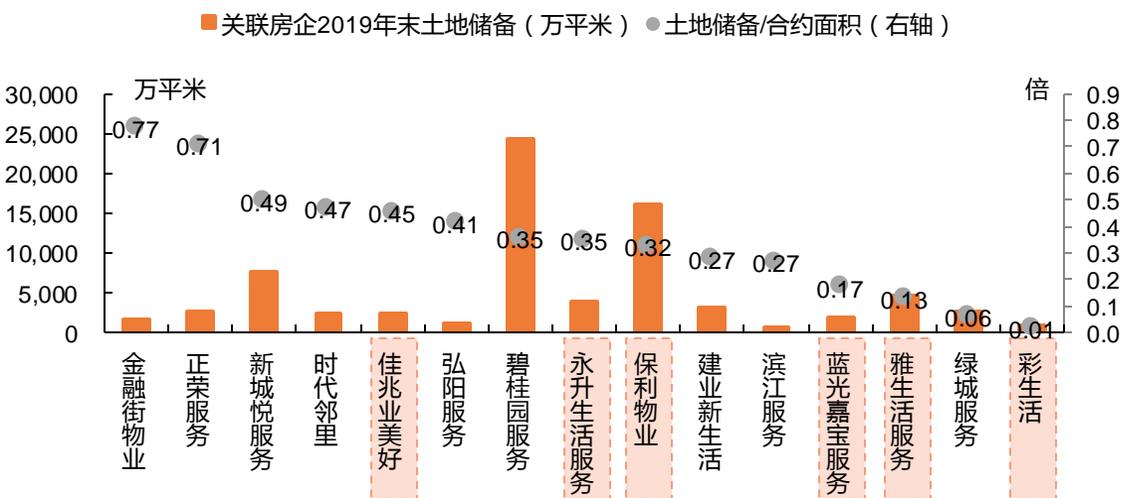
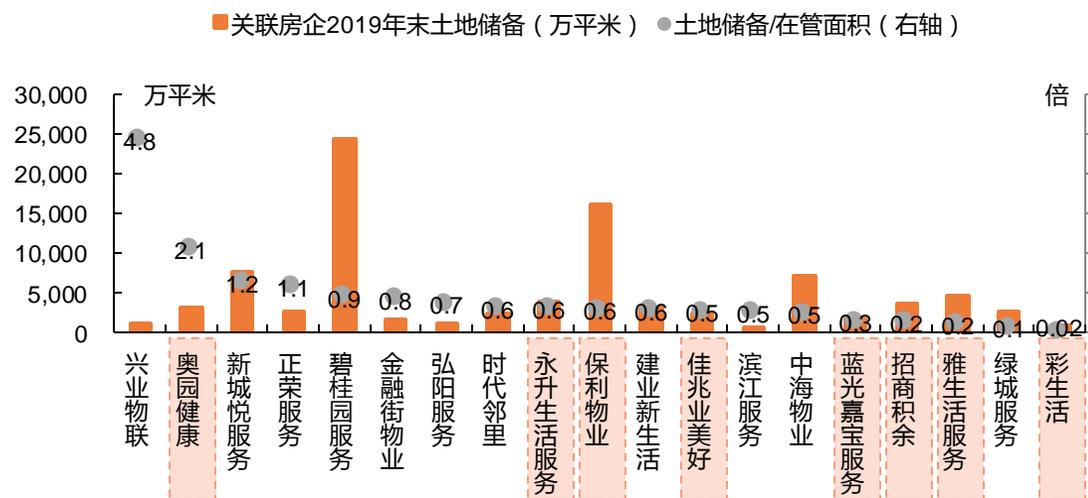


从关联房企土地储备看在管面积中期增长潜力

- 中期来看，关联房企土地储备亦为物管公司在管面积潜在增长资源之一。
- 以关联房企土储面积/在管面积衡量增长空间，兴业物联、奥园健康、新城悦服务、正荣服务比值均超过1倍，增长潜力相对更大，其中兴业物联主要承接关联房企正商实业非住宅项目，基于正商实业总土储计算得到的覆盖倍数或存在高估；彩生活、绿城服务土储面积/在管面积排名靠后，均不足0.2倍，关联房企支持力度有限，但以上两家均为最早一批独立于开发商的物管企业之一，实际发展中多通过品牌输出、公开市场招投标等方式扩大规模。

上市物管公司关联房企土储面积/在管面积情况

上市物管公司关联房企土储面积/合约面积情况



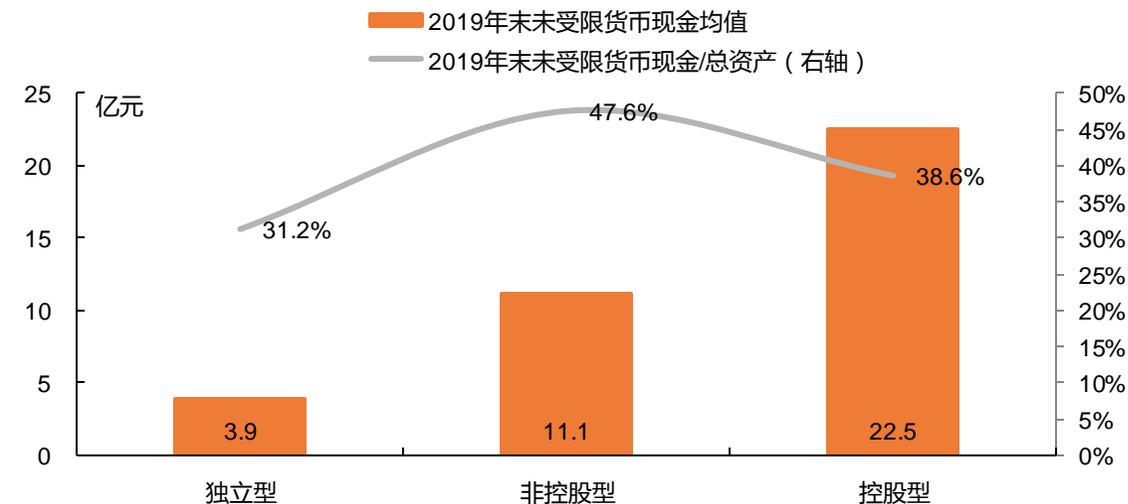
✍️ 第三方拓展潜力对比：收并购

- 除内生增长以外，收并购已成为物管公司迅速扩大规模、丰富业态的另一有效手段，对于资本市场募集资金，大多数公司均提及战略投资与收并购，以进一步扩大规模。
- 以在手现金规模衡量收并购潜力，以在手现金/总资产衡量收并购业绩带来的资产弹性，上市物管公司2019年末未受限货币现金总额为384.7亿元、占总资产比重41.6%，其中独立型、非控股型、控股型未受限货币现金均值为3.9、11.1、22.5亿元，占总资产比重分别为31.2%、47.6%、38.6%，开发商背景物管公司收并购潜力及弹性明显优于独立型公司。

◆ 待上市物管公司募集资金用途均提及战略投资与收并购

物管公司	募集资金用途
世茂服务	通过收购投资等扩大业务，增加增值服务种类，改善信息技术系统与智慧技术，吸纳培养人才与一般企业用途
金科智慧服务	寻求战略投资与收购机会，升级数字化与智慧管理系统，进一步发展增值服务与一般企业用途
融创服务	寻找战略性投资与收购机会，升级智能管理服务系统，拓展社区增值服务与一般企业用途
第一服务	战略收购与投资，投资能源运维项目，发展智慧社区等
卓越商企服务	战略性收购与投资，开发智慧管理信息平台，升级信息技术基础设施等
荣万家生活服务	筛选战略投资与收购机会，丰富社区增值服务组合，提升信息技术基础建设与推动智能社区管理，一般业务用途
佳源服务	寻求战略性投资与收购机会，丰富服务产品，投资智能化运营等

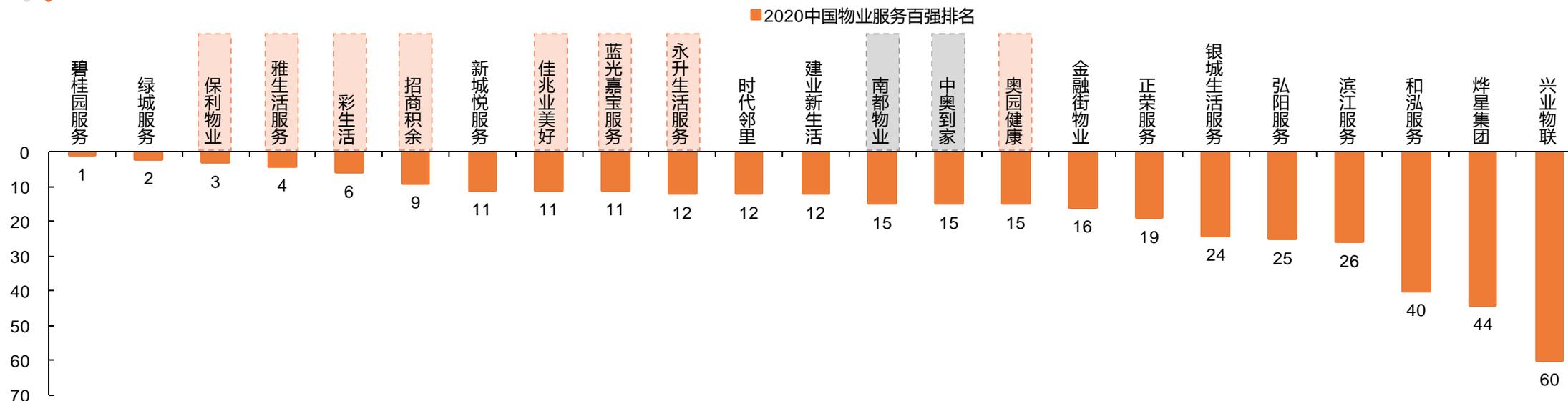
◆ 不同类型上市物管公司收并购潜力对比



第三方拓展潜力对比：第三方招投标

- 对于市场化竞争的第三方招投标而言，我们认为品牌价值为影响项目获取的关键因素之一。一方面对于新开发物业，优秀的品牌有助于提升未来业主对新物业的认可程度，或一定程度促进销售，因此更受开发商青睐；另一方面对于存量物业，品牌价值背后的服务质量、精细化管理等亦为存量业主所看重。
- 从中指公布的2020中国物业服务百强排名来看，上市物管公司中碧桂园服务、绿城服务、保利物业位居前三甲；分类型看，控股型上市物管公司排名均处15名及以前，综合实力相对突出。

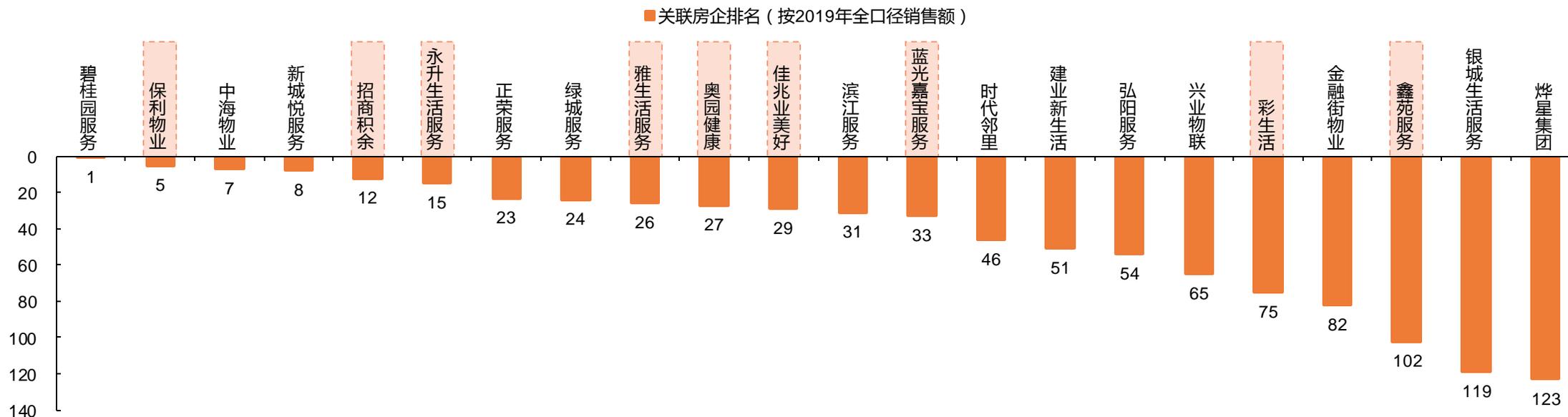
上市物管公司品牌价值排名



第三方拓展潜力对比：第三方招投标

- 我们进一步观察具备开发商背景的物管公司情况，由于物管公司与关联房企本一脉相承，开发商的行业地位也可能对物管公司产生影响。根据克而瑞排行榜单，关联房企排名靠前的物管公司分别为碧桂园服务、保利物业、中海物业、新城悦服务。

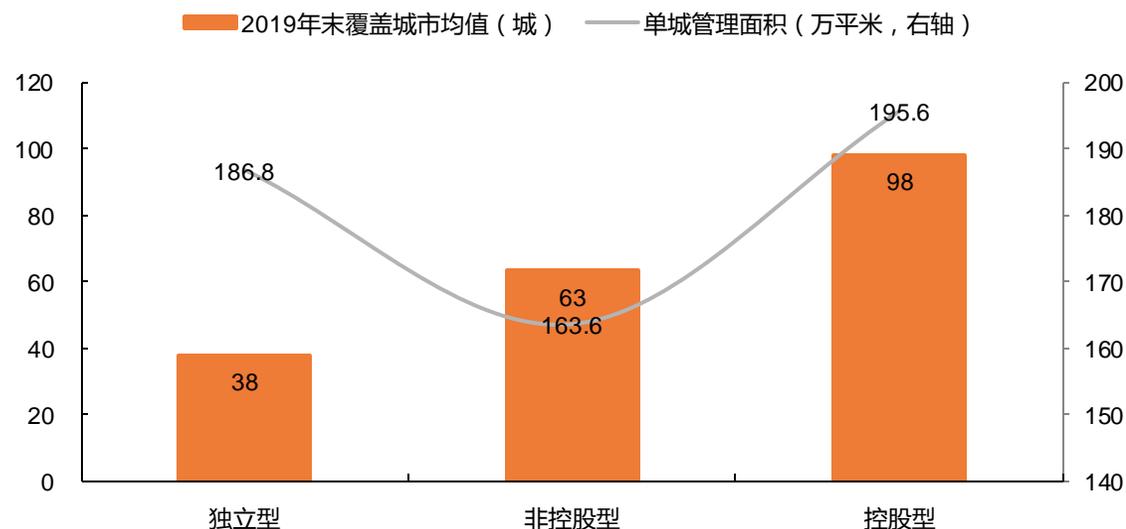
上市物管公司关联房企排名



第三方拓展潜力对比：第三方招投标

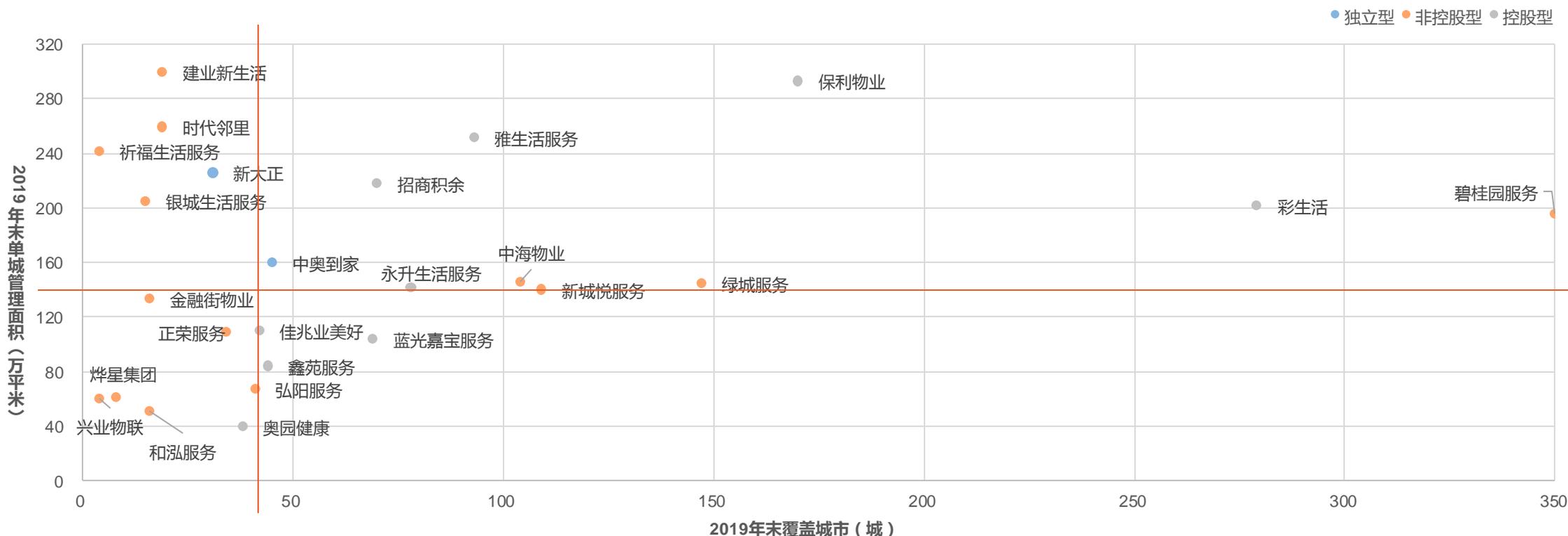
- 除品牌价值以外，服务的深度与广度在市场化竞争中同样重要。物业管理费提升空间有限背景下，成本管控重要性凸显，服务深度的加大、项目密度的提高有助于规模效应实现；而服务广度决定可接触半径、影响项目获取可能性。分企业类型来看，基于规模差异，控股型、非控股型、独立型覆盖城市数量依次递减；服务深度方面，控股型、独立型、非控股型单城管理面积分别为195.6、186.8、163.6万平方米，独立型整体规模较小但更为聚焦。

上市物管公司覆盖城市、单城管理面积情况



第三方拓展潜力对比：第三方招投标

- 分具体公司来看，城市覆盖面广且单城管理面积高的有保利物业、彩生活、碧桂园服务，城市覆盖有限而单城管理面积较高的为建业新生活、时代邻里、祈福生活服务、新大正，城市覆盖有限且单城管理面积较低的为兴业物联、焯星集团、和泓服务。

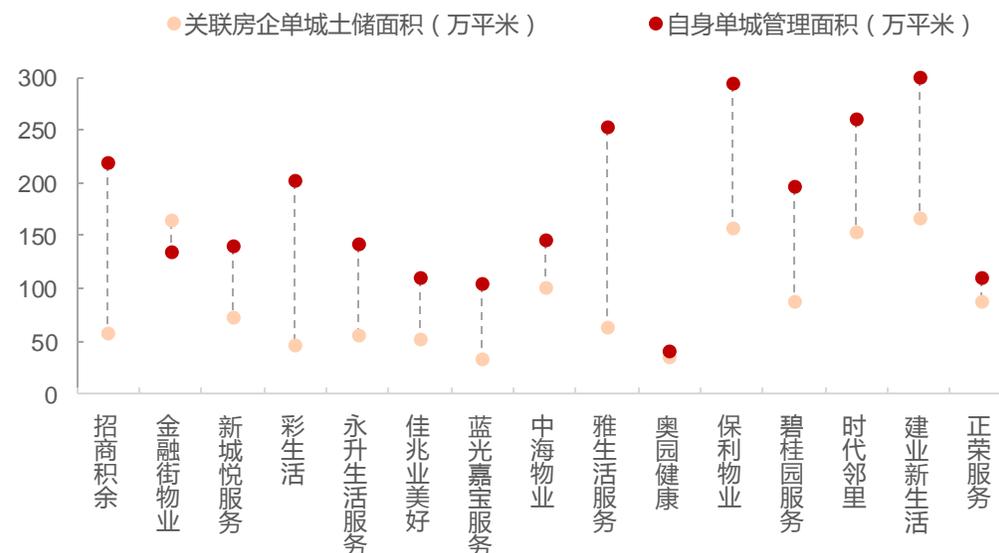
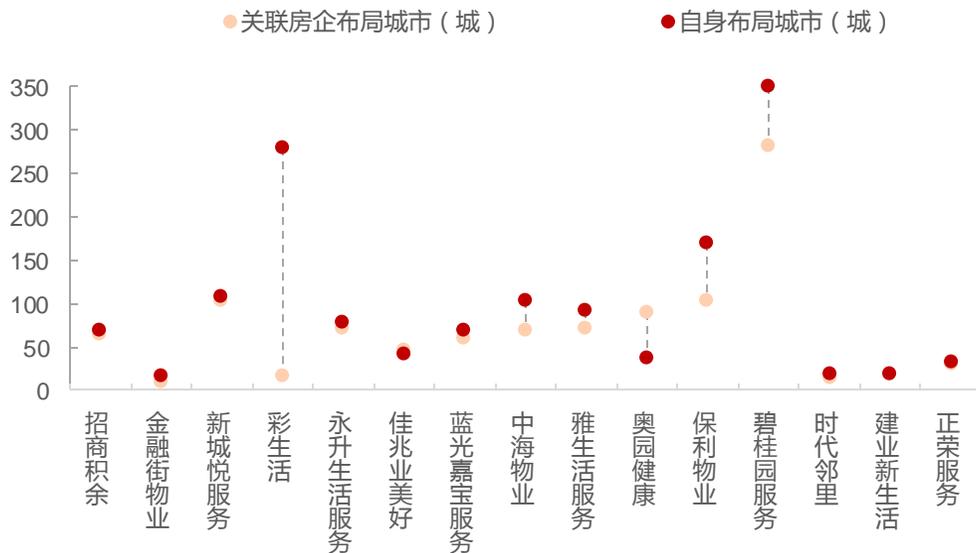


第三方拓展潜力对比：第三方招投标

➤ 我们进一步探讨关联房企城市布局对物管公司的影响，统计的15家物管公司平均布局99城，高于关联房企的71城，单城管理面积均值176万平方米，高于关联房企单城土储面积均值88万平方米，从覆盖广度与深度而言，物管公司已基本超越关联房企。由于单城土储将于未来时间点竣工交付，增量视角下，关联房企单城土储面积较高物管公司后续进一步深耕空间或更大，如建业新生活、金融街物业、保利物业、时代邻里，关联房企单城土储面积分别为166、165、155、153万平方米。

部分上市物管公司布局城市与关联房企布局城市数量（2019年末）

部分上市物管公司单城管理面积与关联房企单城土储面积（2019年末）

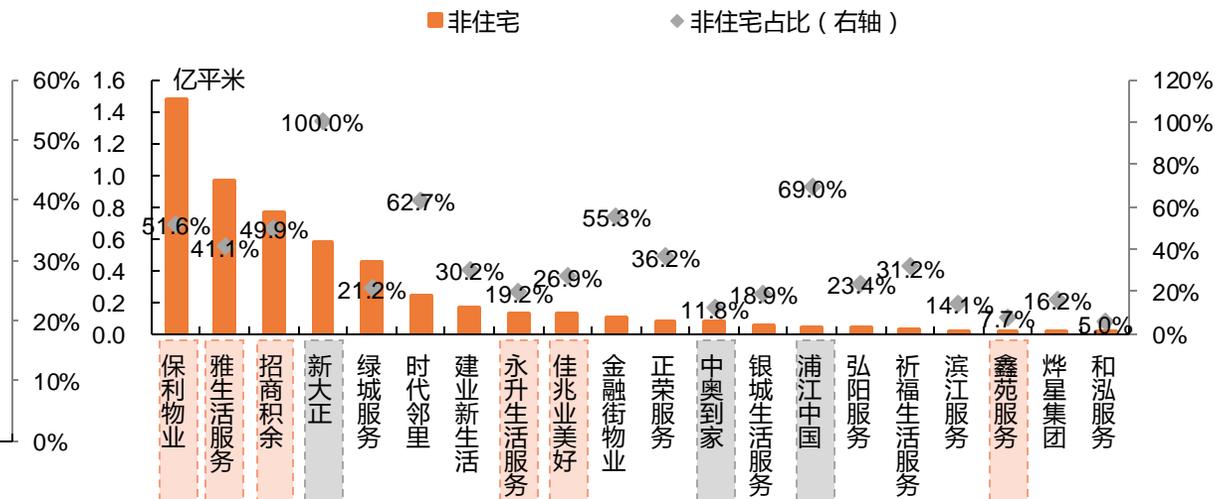
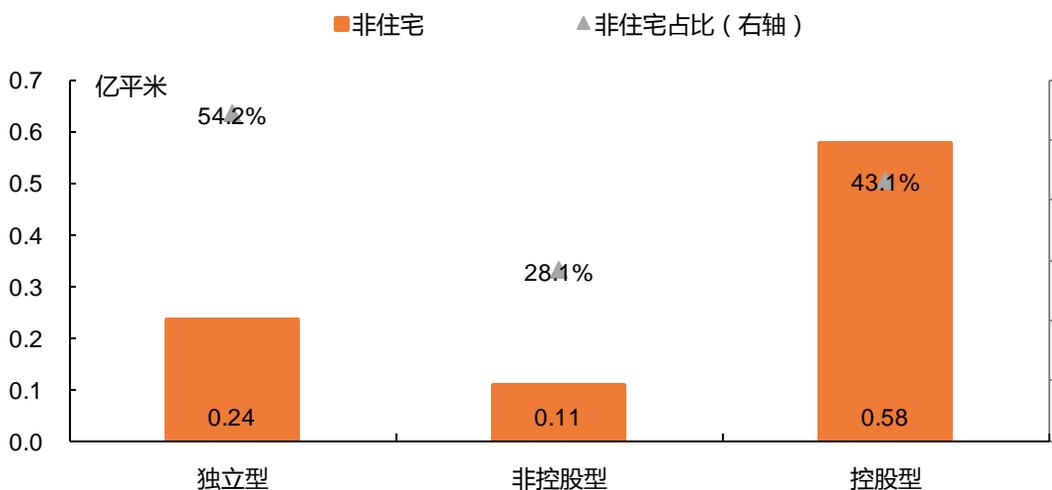


挖掘非住宅蓝海领域先行者

- ▶ 物业管理当前已由住宅向外延伸、从小区走向城市。对于非住宅领域的对比，我们关注先发优势，主要以非住宅绝对规模大小进行衡量。
- ▶ 分类型看，控股型、独立型、非控股型物管公司非住宅管理面积均值为0.58、0.24、0.11亿平米，从规模来看控股型先发优势明显。独立型非住宅管理面积占总在管面积比例较高，其中新大正专注于非住宅领域、浦江中国非住宅管理面积占比亦接近70%。
- ▶ 分房企看，保利物业、雅生活服务、招商积余非住宅在管面积排名靠前，分别为1.48、0.96、0.76亿平米。

不同上市物管公司非住宅在管面积及占总在管面积比例(2019)

部分上市物管公司非住宅在管面积及占总在管面积比例(2019)



小结：优选基础物业服务增长高潜力公司

本章我们从关联房企支持、收并购潜力、品牌价值、服务广度与深度、非住宅先发优势等角度出发，对比各上市物管公司基础物业服务增长潜力，主要结论如下：

- 独立型物管公司增长潜力弱于开发商背景企业，体现为合约面积/在管面积倍数更低、未受限货币现金绝对值及占总资产比例更低、覆盖城市数量较少等，主因独立型物管公司缺乏关联房企支持，先发优势不足、体量有限，导致可动用资金、可延伸触角受限。此外独立型物管公司也具备闪光点，如单城管理面积高于非控股型、规模较小但更聚焦，新大正非住宅管理面积排名靠前等。
- 从具体公司来看，基础物业服务增长潜力相对突出的为保利物业、碧桂园服务、新城悦服务、雅生活服务、招商积余；保利物业、碧桂园服务、雅生活服务绝对规模较大、品牌排名相对占优，新城悦服务关联房企支持力度大，招商积余深耕度较高且非住宅领域具备先发优势。

部分上市物管公司基础服务增长影响因素一览

	保利物业	碧桂园服务	新城悦服务	雅生活服务	招商积余
在管面积(亿平)	2.87	2.76	0.60	2.34	1.53
合约面积(亿平)	4.98	6.85	1.53	3.56	——
合约/在管面积	1.74	2.48	2.54	1.52	——
关联房企销售面积复合增速(2017-2019年)	16.6%	19.4%	64.9%	11.5%	42.7%
关联房企土储/在管面积	0.56	0.88	1.25	0.19	0.24
关联房企土储/合约面积	0.32	0.35	0.49	0.13	——
在手现金(亿元)	65.1	69.1	13.4	42.1	23.7
现金/总资产	86.0%	56.4%	60.9%	44.8%	14.3%
品牌排名	3	1	11	4	9
关联房企排名	5	1	8	26	12
布局城市(座)	170	350	109	93	70
单城管理面积(万平)	293	196	140	252	218
关联房企布局城市(座)	104	282	105	72	65
关联房企单城土储(万平)	155	86	72	63	57
非住宅在管面积(亿平)	1.48	0.85	0.05	0.96	0.76

Contents

- 01 规模及盈利：规模持续扩张，各类型呈现分化
- 02 基础服务展望：关注关联房企销售土储、自身收并购潜力、品牌价值带来的影响
- 03 增值服务展望：盈利能力更优，规模&渗透率双重驱动**
- 04 开发商背景物管公司发展潜力梳理

增值业务多面开花，规模、渗透率双重推动

- 通过对增值服务的业务内涵进行观察，我们发现对于物业管理公司，影响其增值服务发展的主要因素为服务规模（当前管理规模、新项目承接能力等）、渗透率（消费意愿、价格承受能力等），具体对应物管公司在管面积及增长潜力、影响新项目承接及消费意愿的品牌价值、影响消费意愿及承受能力的区位分布等。

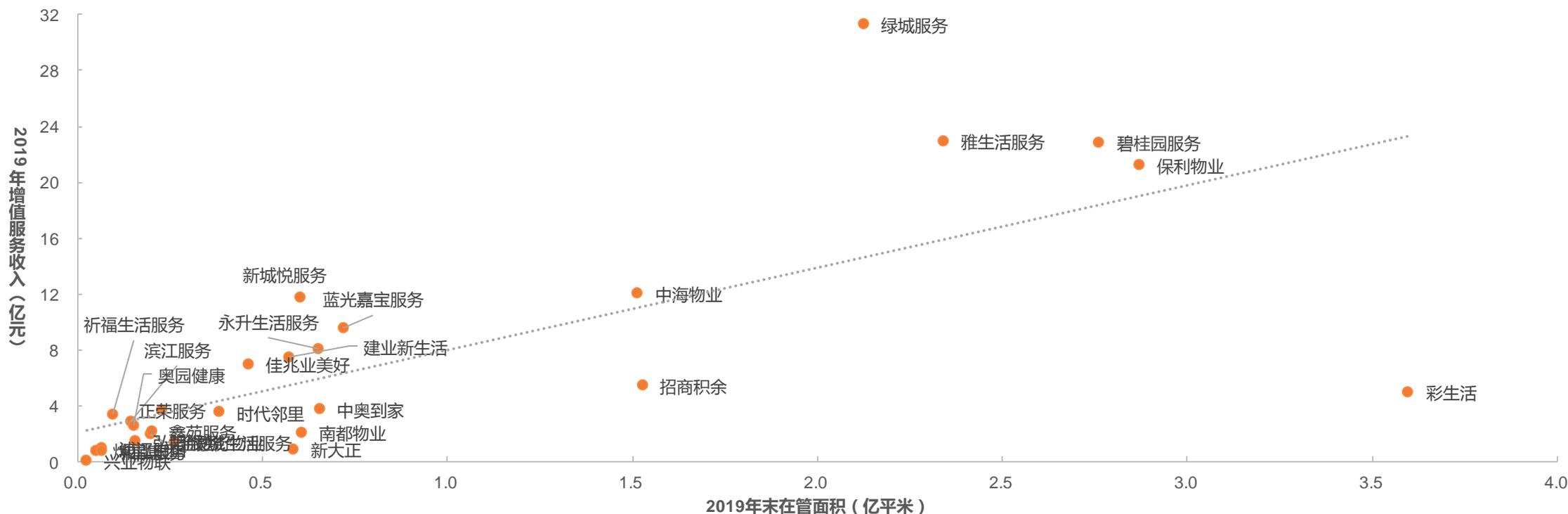
百强物管公司增值服务详情

增值服务类别	细分类型	业务内涵	2018年收入占比
非业主增值服务	案场服务	房屋销售案场访客接待、清洁、安保检查及维护、交付前开荒清洁等	17.9%
	工程服务	设备安装及维修保养、自动化及设备升级、节能服务等	14.2%
	顾问咨询	房地产咨询、物业管理输出等	13.5%
社区增值服务	空间运营	广告招商、场地出租等	12.1%
	房屋经纪	房屋租赁、二手房买卖、停车场运营、尾盘及车位代销*等	10.0%
	电商服务	社区零售、生鲜零售等	7.6%
	社区金融	理财服务等	5.5%
	家政服务	家庭保洁、家政维修、家居养护等	4.4%
	养老服务	如绿城颐乐学院（长者学院式养老模式）、奥园健康“1+1+N”康养体系布局	2.9%
	社区教育	幼儿全托、早教服务等	2.6%
家居服务	拎包入住、智能家居等	2.1%	
其他服务	——	7.3%	

增值服务收入与在管面积呈正相关关系

➤ 数据显示增值服务收入与在管面积呈正相关关系，与前文判断服务面积为增值服务关键影响因素相一致。第二章已详细分析各物管公司在管面积增长潜力，此处不再赘述。

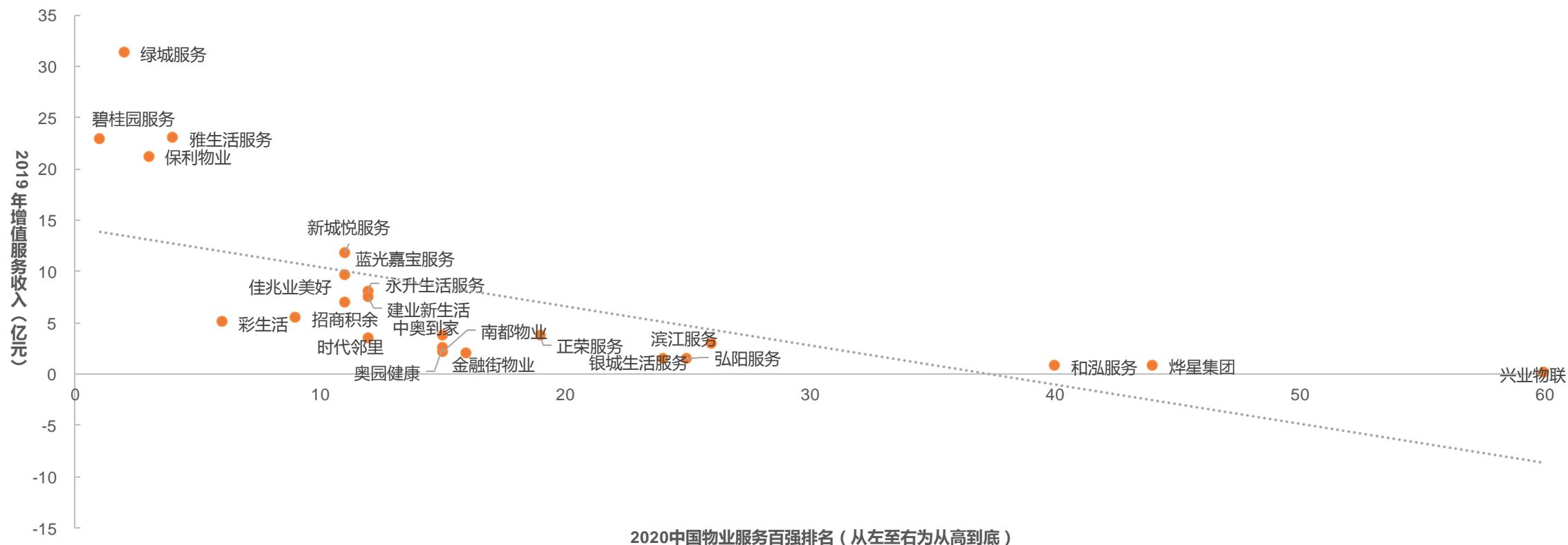
上市物业管理公司增值服务收入与在管面积呈正相关关系



增值业务收入与品牌力呈正相关关系

- 品牌力对于市场化竞争中获取管理项目、开展非业主及社区增值服务均可能产生影响。数据显示增值业务收入与物管公司排名基本呈正相关关系。对于各物管公司品牌价值及关联房企排名影响前文同样已作论述，不再重复。

上市物业管理公司增值业务收入与排名呈正相关关系



✎ 区位布局影响增值服务渗透率

- 区位分布差异主要对面向业主的社区增值服务产生影响，体现在消费意愿与消费能力两方面。单位在管面积社区增值服务收入前十物管公司中，大多布局在长三角、环渤海等优势区域，杭州、南京、北京等核心城市，或反映高能级城市、核心区域业主增值服务接受程度相对更高、消费能力相对更强，因此对增值服务渗透率产生积极影响。

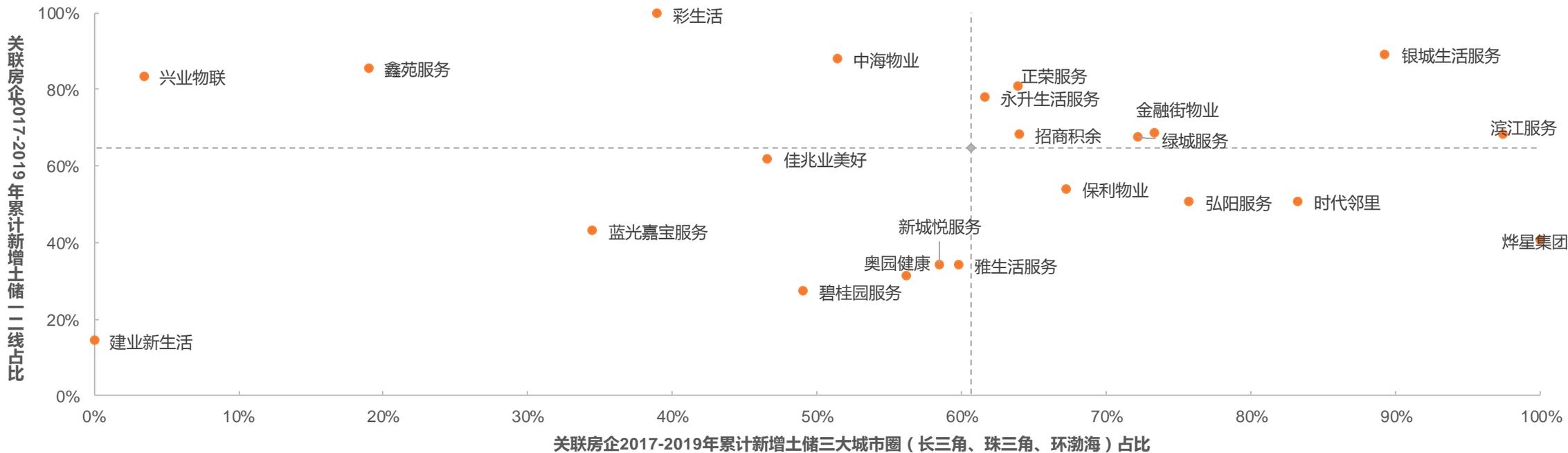
◆ 单位面积社区增值服务收入靠前物管公司区域布局情况

物业管理公司	2019年单位在管面积社区增值服务收入（元/平米）	2019年末在管面积区域分布
绿城服务	9.01	长三角占比66.5%（杭州21.2%、宁波6.6%），环渤海占比14.6%，珠三角占比8%，其他10.9%
和泓服务	8.14	华北（北京、天津、唐山）占比46.3%，西南（重庆、贵阳、成都）占比33.4%，华南（三亚、长沙）占比11.7%、东北（丹东、哈尔滨、沈阳）占比8.6%
永升生活服务	7.42	东部占比67.7%，北部占比11.4%，其他20.9%
蓝光嘉宝服务	6.27	西南占比62.9%（四川省占比51.8%），华东及华南占比30.7%，其他6.4%
奥园健康	5.53	华南占比57.9%，华东占比10.9%，华中及华北占比6.9%，西南占比15.4%，东北占比8.9%
银城生活服务	5.47	全部位于长三角，其中南京占比72.4%
正荣服务	4.87	长三角占比37.2%（主要位于南京、苏州、上海），海西占比41.5%（主要位于福州、莆田），中部占比18.2%（主要位于南昌、宜春），环渤海占比3.1%
滨江服务	4.61	浙江省占比98.7%（杭州占比64.6%），其他1.3%
烨星集团	4.18	京津冀占比83.2%（北京41.3%、天津9.1%），海南省占比9.2%，湖北省占比6.8%，陕西省占比0.8%
保利物业	4.02	未公布占比明细

关联房企区位布局分析

- 独立型物管公司中，南都物业聚焦浙江、新大正聚焦重庆，浦江中国以上海为主，中奥到家以华东、华中为主。
- 对于开发商背景物管公司，除关注当前区域布局，还可从关联房企布局情况观察后续发展方向，一方面若自然发展，考虑关联房企开发项目导入，发展方向大概率与关联房企布局趋同，另一方面若存在收并购，标的选取亦会考虑战略协同、与前期项目匹配等问题，偏离程度有限。2017-2019年累计新增土储显示，关联房企三大城市圈及一二线占比较高物管公司为银城生活服务、滨江服务、金融物业、绿城服务。

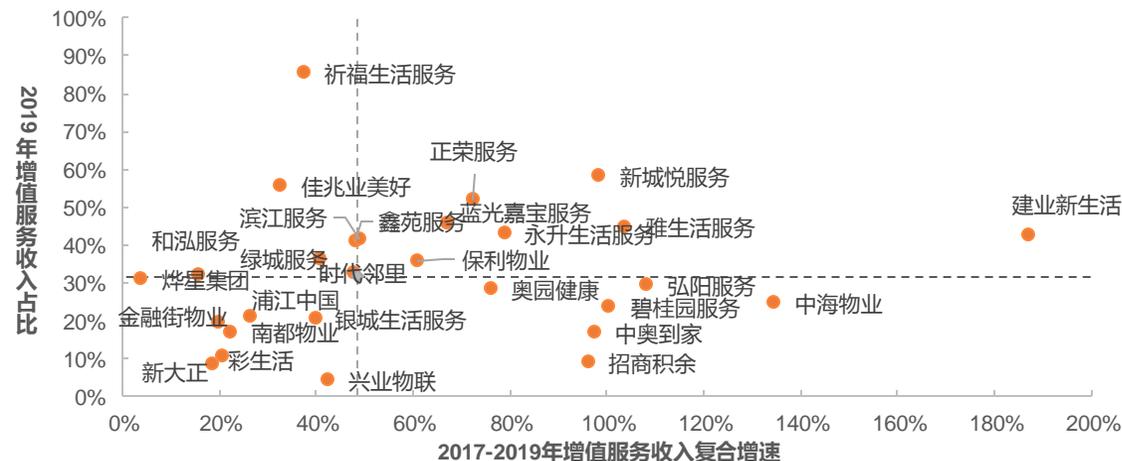
关联房企2017-2019年累计新增土储城市圈及城级分布



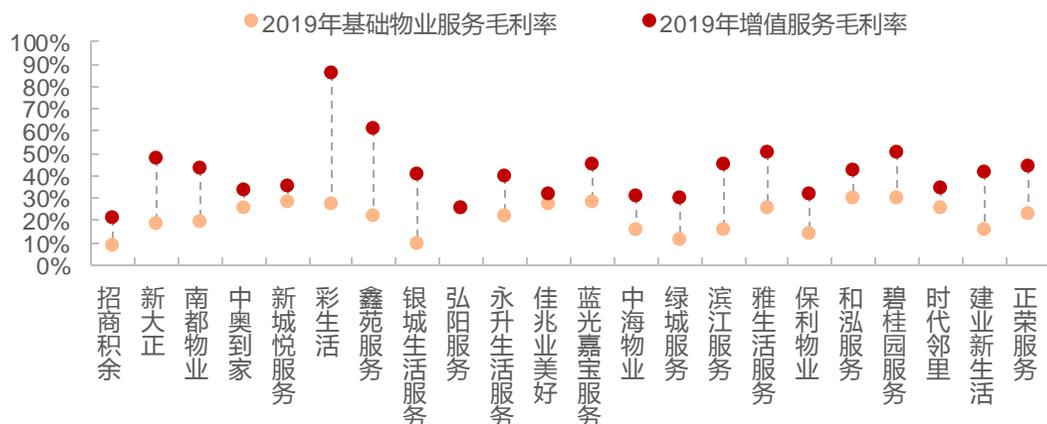
增值服务毛利率普遍高于基础服务，关注增值服务高占比标的

➤ 由于增值服务在基础物业服务基础上开展，额外成本较低，毛利率普遍更高。2019年上市物管公司增值服务、基础物业服务毛利率均值分别为41.5%、21.4%，其中社区增值服务、非业主增值服务分别为53.3%、33.4%。基于毛利率差异化表现，增值服务发展迅速、占比较高企业同样值得关注。

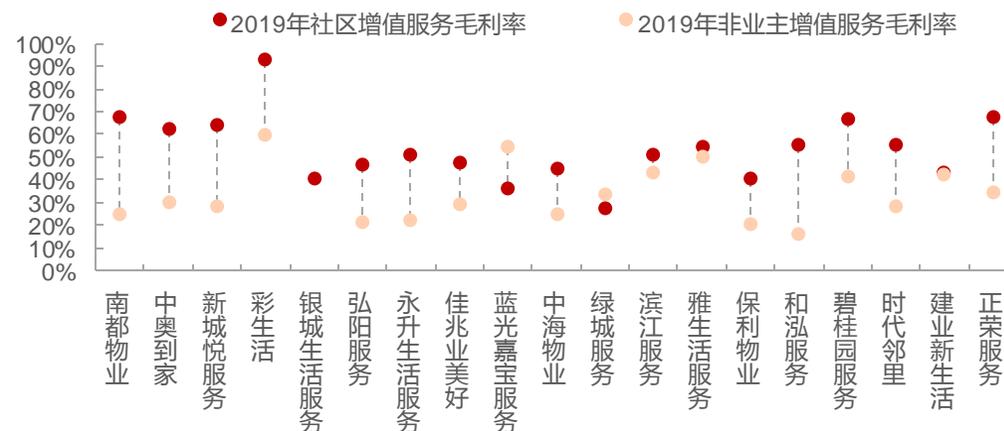
上市物管公司增值服务收入占比与增速



上市物管公司增值服务毛利率普遍高于基础物业服务



上市物管公司社区增值服务毛利率普遍高于非业主增值服务





小结：增值服务盈利能力更优，规模&渗透率双重驱动

- 本章我们探讨增值服务影响因素及与基础服务盈利能力差异，主要结论如下：
 - 增值服务规模受服务范围、渗透率两方面影响，数据显示增值服务收入与在管面积、品牌价值（影响市场化竞争能力）均呈正相关关系；渗透率方面，主要考虑区域布局的影响，高能级城市、核心区域有望带来更高消费意愿与更强消费能力，从关联房企2017-2019年累计拿地情况来看，银城生活服务、滨江服务、金融街物业、绿城服务、正荣服务、永升生活服务、招商积余对应房企同时聚焦三大核心城市圈*与一二线，后续仍有望延续优势区域布局。
 - 增值服务相较基础物业服务毛利率普遍更高，其中社区增值服务毛利率高于非业主增值服务。基于毛利率差异化表现，增值服务发展迅速、占比较高企业同样值得关注，如建业新生活、新城悦服务、雅生活服务、永升生活服务、正荣服务等。

Contents

01

规模及盈利：规模持续扩张，各类型呈现分化

02

基础服务展望：关注关联房企销售土储、自身收并购潜力、品牌价值带来的影响

03

增值服务展望：盈利能力更优，规模&渗透率双重驱动

04

开发商背景物管公司发展潜力梳理

开发商背景物管公司发展潜力打分及结果筛选

- 前文结论显示，独立型物管公司无论当前绝对规模、抑或各项增长潜力指标均弱于关联型，因此发展潜力打分围绕开发商背景物管公司展开。本文选取合约面积覆盖倍数、关联房企销售与土储、收并购潜力、品牌影响力、服务广度与深度、非住宅先发优势、区位布局、增值服务发展程度等指标，构建打分体系。剔除规模较小且缺失值较多的兴业物联、烨星集团、和泓服务、祈福生活服务后，共20家样本，得分区间1-20分，除品牌影响力外，数值越高得分越高，各指标间采用等权重；其中招商积余、中海物业、奥园健康合约面积/在管面积缺失，选用剩余样本均值替代，蓝光嘉宝服务、中海物业非住宅在管面积缺失，以两家公司总在管面积排名替代。

评价指标	指标内涵	评价标准
合约面积覆盖倍数	合约面积/在管面积	数值越高得分越高
关联房企销售与土储	关联房企销售面积复合增速(2017-2019年)	数值越高得分越高
	关联房企土地储备/在管面积	数值越高得分越高
收并购潜力	未受限货币现金	数值越高得分越高
	未受限货币现金/总资产	数值越高得分越高
品牌影响力	2020中国物业服务百强排名	数值越小得分越高
服务广度与深度	覆盖城市数量	数值越高得分越高
	单城市管理面积	数值越高得分越高
非住宅先发优势	非住宅在管面积	数值越高得分越高
区位布局	关联房企2017-2019年累计新增土储中一二线占比	数值越高得分越高
	关联房企2017-2019年累计新增土储中三大城市圈（长三角、珠三角、环渤海）占比	数值越高得分越高
增值服务发展程度	增值服务收入复合增速（2017-2019年）	数值越高得分越高
	增值服务收入占比	数值越高得分越高

开发商背景物管公司发展潜力打分及结果筛选

➤ 具体打分结果如下，综合评分较高公司为保利物业、碧桂园服务、新城悦服务、雅生活服务、永升生活服务。从整体评分结果来看，2019年末在管面积1亿平以上企业排名均处前11名及以内，较大规模企业同时具备较高发展潜力，强者恒强趋势凸显。

物管公司	总得分	合约面积覆盖倍数	关联房企销售与土储	收并购潜力	品牌影响力	服务广度与深度	非住宅先发优势	区位布局	增值服务发展程度	在管面积（亿平）	企业类型
保利物业	186	13	17	39	18	37	20	23	19	2.87	控股型
碧桂园服务	173	19	24	31	20	32	18	8	21	2.76	非控股型
新城悦服务	171	20	36	27	11	24	5	13	35	0.60	非控股型
雅生活服务	155	5	8	27	17	31	19	15	33	2.34	控股型
永升生活服务	149	9	25	21	8	22	10	26	28	0.65	控股型
招商积余	147	12	19	17	14	27	17	26	15	1.53	控股型
绿城服务	145	18	3	20	19	27	16	26	16	2.12	非控股型
中海物业	145	12	10	18	15	26	14	25	25	1.51	非控股型
时代邻里	143	4	25	27	8	23	15	26	15	0.38	非控股型
建业新生活	127	17	19	11	8	25	11	2	34	0.57	非控股型
彩生活	126	6	16	16	16	32	12	24	4	3.60	控股型
蓝光嘉宝服务	124	8	14	27	11	15	13	9	27	0.72	控股型
正荣服务	124	7	28	9	5	11	7	28	29	0.23	非控股型
奥园健康	122	12	36	23	7	8	6	11	19	0.15	控股型
佳兆业美好	122	2	27	21	11	15	9	15	22	0.46	控股型
滨江服务	121	16	19	12	2	17	2	32	21	0.14	非控股型
弘阳服务	118	14	33	5	3	10	3	24	26	0.16	非控股型
银城生活服务	116	3	24	19	4	16	4	38	8	0.26	非控股型
鑫苑服务	109	15	17	24	1	13	1	19	19	0.20	控股型
金融街物业	105	1	20	26	6	10	8	30	4	0.20	非控股型

风险提示

- 1) 本文对物管公司发展潜力梳理主要基于合约面积覆盖倍数、关联房企销售与土储、收并购潜力、品牌影响力、服务广度与深度、非住宅先发优势、区位布局、增值服务发展程度等维度，存在一定局限。
- 2) 本文对个别缺失值，采用一定假设，可能会影响评分结果准确度。
- 3) 本文多选取2019年节点/区间数据，可能不能完全代表发展情况。
- 4) 为增强可比性，本文统一采用基础物业服务收入/（期初期末在管面积均值*12）估算单月平均物业管理费，由于未还原酬金制收入，统一采用年中在管面积为计算基础等，计算结果可能与公司公告值存在差异。
- 5) 为统一数据口径，本文关联房企土储及销售数据来自克而瑞，拿地数据来自中指，可能与关联房企公告存在差异，导致相关结论和指标并不完全准确。
- 6) 本文采用2017-2019年累计拿地数据来对比分析关联房企城市及区域布局，但房企实际土储中可能包含2017年以前获取的土地，以及2017-2019年新增土储可能存在部分已售情况，因此文中分析可能跟公司实际土储城市及区域布局存在差异。

地产团队			
分析师	邮箱	资格类型	资格编号
杨侃	YANGKAN034@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060514080002
研究助理	邮箱	资格类型	资格编号
郑茜文	ZHENGXIWEN239@PINGAN.COM.CN	一般证券从业	S1060118080013

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
平安证券股份有限公司2020版权所有。保留一切权利。

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>