

资本赋能成长，服务重塑未来

——社区 O2O 深度系列之四

物业管理行业：资本赋能，格局重塑：我们早于 2015 年开始研究物业管理及社区增值服务，前 2 篇研究报告深度探讨了社区 O2O 的发展路径与成长空间。站在当前时点回顾，物业服务行业的发展也在兑现我们之前的判断：**1、集中度快速提升。2、证券化率爆发式增长。3、多元融资渠道拓展。4、增值服务开花结果。**

在管面积：增量市场和存量并购助推规模确定性增长。物业上市公司在管面积近 4 年 CAGR 约为 25-40%，未来在管面积增长具有较强的确定性。除了新委任拓展外，收并购是最为直接的拓展方式，但未来也将更加考验内功。

物业费：分化竞合提升，寻求业态拓展。物业管理公司之间的平均物业费存在明显分化，中高端收费约为 3 元/平米/月以上，中等水平在 1.8-2.4 元/平米/月左右。从提升物业费的潜力来看，存量物业费提价难度高，但是增量高端项目和非住宅物业的物业费存在提升空间。

成本：智能化投入助力降本增效。目前各家公司纷纷在技术领域加大投入，减轻对人力的依赖。从效果来看，智能化的投入，使得百强物业在提升服务质量的同时降低基础服务对人力的大量占用，扩大了管理半径，百强企业人均在管面积 2017 年提升 12.5% 至 5913 平方米，主流企业销售及行政费用率在 7-10% 区间。

增值服务：进入 2.0 时代，共筑美好生活场景。目前数家主流物业企业的增值服务毛利占比达到 3-5 成，仍处于高速发展阶段，且增值服务的形式更加多元化。

国际视野：日本最大物业服务公司如何创造增值服务？长谷工是日本第一大物业管理公司，2017 年传统物业服务板块营收达 529 亿日元，净利润 29 亿日元，两者近 6 年的复合增长率分别达 4.13% 和 6.39%，远超同期日本 GDP 增速。除了单纯的物业服务，公司在地产相关服务领域的拓展值得借鉴，业务包括房屋中介、租赁、修缮、养老等，目前增值业务的业绩贡献已经超过传统的物业服务板块。

估值及投资建议：物业服务公司属于轻资产行业，拥有稳定的现金流，理应拥有比重资产开发更高的估值，我们认为 PE 的估值中枢在 20-30 倍上下具有支撑。我们建议关注：**1、具备资源禀赋以及内生扩张能力带来的确定性增长的企业，如碧桂园服务、雅生活服务以及绿城服务等。2、增值服务方面具备突破空间的社区服务运营商，如彩生活等。**

房地产

维持

买入

陈慎

chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440514080003

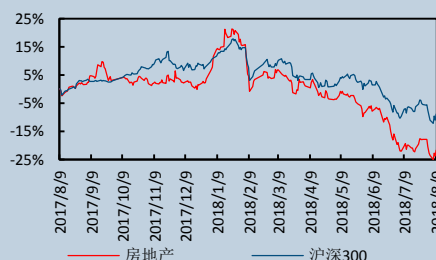
研究助理：高庆勇

gaoqingyong@csc.com.cn

021-68821600

发布日期：2018 年 08 月 20 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|--|
| 16.09.21 | 中信建投房地产：房地产 O2O 系列之三——传统到蜕变，在线经纪行业如日方升 |
| 16.06.17 | 中信建投房地产：社区 O2O 深度系列之二——构建生态圈，分享共赢 |
| 15.07.27 | 中信建投房地产：社区 O2O——万亿市场空间，得家庭者得天下 |

目录

物业管理行业：资本赋能，格局重塑	1
兑现一：强者恒强，龙头隐现	1
兑现二：拥抱资本，证券化率爆发式增长	2
兑现三：多元融资渠道拓展	3
兑现四：增值服务开花结果	4
在管面积——增量市场和存量并购助推规模确定性增长	5
在管面积进入快速增长期	5
新增在管面积的来源结构	6
收并购是最为直接的拓展方式	7
物业费：分化竞合提升，寻求业态拓展	8
物业管理费用企业之间分化	8
提升物业费有哪些方式？	9
成本管控：智能化投入助力降本增效	12
智能化投入提高，人均管理面积扩大	12
精耕细作，管理费用率控制有力	13
增值服务：进入 2.0 时代，共筑美好生活场景	14
彩生活：从“物业管理+互联网”转向“互联网+物业管理”	15
雅生活服务：背靠两大开发商，协销业务快速发展	16
绿城服务：定位高端，资产管理业务快速发展	17
国际视野：日本最大物业服务公司如何创造增值服务？	20
长谷工（Haseko）：日本第一大物业管理公司	20
增值服务：围绕房产进行全方位的价值附加服务	23
上市物业管理公司财务指标及估值思考	27
重点物业管理公司财务指标比较	27
估值思考：轻资产叠加高成长构筑高估值基础	31
板块机会：四元变量叠加短期催化带来板块快速成长机遇	32

图表目录

图表 1： 物业服务发展历程	1
图表 2： 百强企业管理面积均值（万平方米）	2
图表 3： 在管项目数量均值（个）	2
图表 4： TOP10 及 TOP100 市占率	2
图表 5： 百强进入城市数量（个）与单位城市项目数（个）	2
图表 6： 近几年主流物业公司上市情况时间表	3
图表 7： 在港上市方法分析	3
图表 8： 股权融资 VS 物业费 abs 融资（亿元）	4
图表 9： 2015-2017 年百强企业净利润构成（万元）	4

图表 10:	2015-2016 年百强企业净利润率	4
图表 11:	上市企业物业服务 and 增值服务规模 (万元)	5
图表 12:	营收结构占比对比	5
图表 13:	部分重点物业管理公司在管面积规模对比 (万方)	6
图表 14:	物业公司上市在管面积增长情况 (单位: 百万方)	6
图表 15:	典型物业公司业务来源方式	7
图表 16:	绿城服务新增面积来源	7
图表 17:	雅生活新增面积来源	7
图表 18:	彩生活新委任和并购占比	8
图表 19:	碧桂园服务新委任和并购面积占比	8
图表 20:	近年来物业管理行业大规模并购事件	8
图表 21:	主要上市企业物业费对比 (元/平米/月)	9
图表 22:	物业费涨幅与 CPI、人均可支配收入增速对比	9
图表 23:	物业服务星级评价情况	10
图表 24:	不同星级物业服务收费水平及涨幅	10
图表 25:	北上深部分高端项目物业费水平	10
图表 26:	百强企业不同物业收费水平 (元/平方米/月)	11
图表 27:	百强物业在管面积业态占比	11
图表 28:	绿城在管非住宅面积占比	12
图表 29:	雅生活在管非住宅面积占比	12
图表 30:	雅生活集成控制系统	12
图表 31:	绿城服务“慧服务”及“绿联盟”平台运作模式	12
图表 32:	资本性支出/调整后的营业收入	13
图表 33:	人力成本占销售成本比重	13
图表 34:	百强物业人均在管面积和人均产值	13
图表 35:	百万平米用工数	13
图表 36:	经调整的管理费用率	14
图表 37:	增值服务类型	15
图表 38:	彩生活生态圈	15
图表 39:	彩生活平台服务面积 (百万方)	16
图表 40:	彩之云注册用户、活跃用户数量 (千人)	16
图表 41:	业主增值服务及毛利率 (亿元)	17
图表 42:	非业主增值服务及毛利率 (亿元)	17
图表 43:	雅管家集成平台	17
图表 44:	咨询服务收入 (亿元)	18
图表 45:	业主增值服务业务 (亿元)	18
图表 46:	绿城置换	19
图表 47:	绿城置换门店	19
图表 48:	绿城服务增值服务战略	19
图表 49:	幸福绿城 APP 注册数 (个)	20
图表 50:	幸福绿城线上销售额 (万元)	20

图表 51: 长谷工业务模式	21
图表 52: 长谷工营业收入结构 (亿日元)	21
图表 53: 管理公寓套数 (套)	21
图表 54: 物业管理营收 (亿日元)	错误!未定义书签。
图表 55: 公司物业管理净利润及净利润率 (亿日元)	错误!未定义书签。
图表 56: 日本 CPI 和可支配收入 (日元)	22
图表 57: 物业费走势 (日元/平方米/月)	22
图表 58: 人均在管面积 (平方米)	23
图表 59: 监控中心	23
图表 60: 传统物业服务与增值业务净利润占比变动	23
图表 61: 房屋中介	24
图表 62: 每年交易数量和交易额 (亿日元)	24
图表 63: 中介服务营收及增速 (亿日元)	24
图表 64: 中介服务净利润及净利润率 (亿日元)	24
图表 65: 公司租赁住房业务	25
图表 66: 租赁规模 (间)	25
图表 67: 营收及增速 (亿日元)	25
图表 68: 净利润及净利润率 (亿日元)	25
图表 69: 翻修及维护公寓	26
图表 70: 修复订单金额逐年递增 (亿日元)	26
图表 71: 翻修板块营收和增速 (亿日元)	26
图表 72: 翻修板块净利润和净利润率 (亿日元)	26
图表 73: 床位数量 (个)	27
图表 74: 养老板块营业收入 (亿日元)	27
图表 75: 原营业收入 (亿元)	28
图表 76: 调整后的营业收入 (亿元)	28
图表 77: 业绩复合增速 (亿元)	28
图表 78: 经调整的物业服务毛利率	29
图表 79: 业主增值服务毛利率	29
图表 80: 净利润对比 (亿元)	29
图表 81: 经调整的净利润率	29
图表 82: ROE 对比	29
图表 83: 未经调整的核心财务指标 (%)	30
图表 84: 归母净利润和自由现金流比较 (亿元)	31
图表 85: 估值敏感性测试	31
图表 86: 一张表看懂上市物业公司关键指标	32

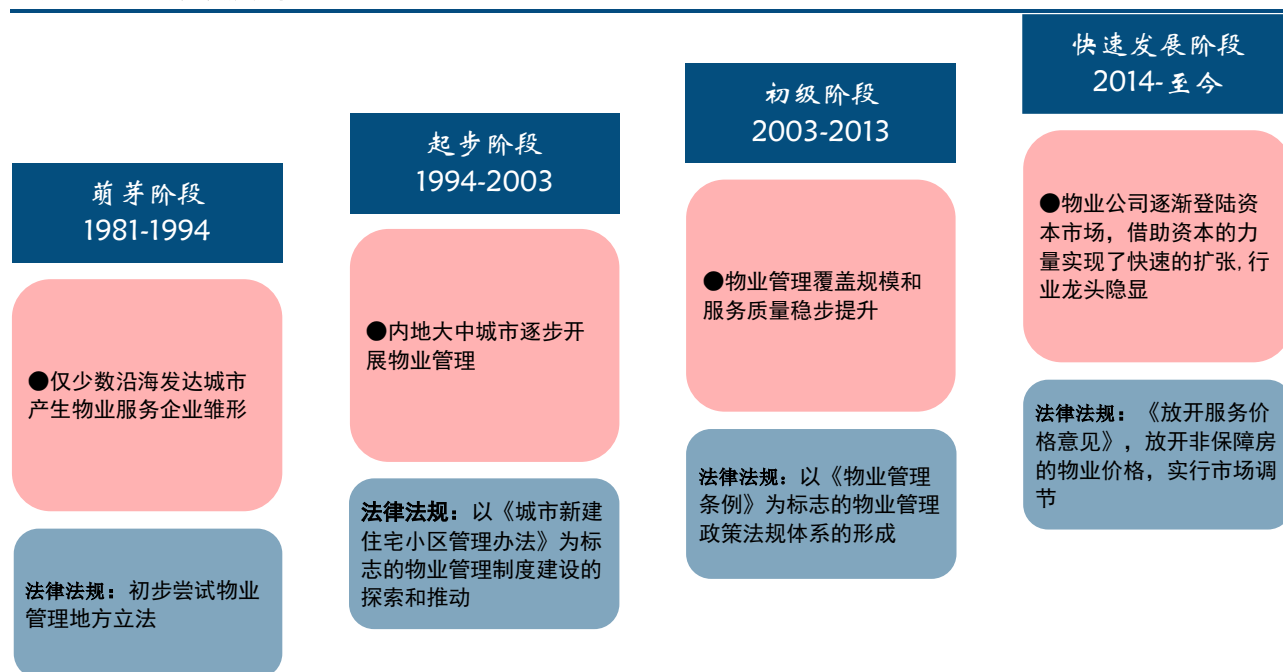
物业管理行业：资本赋能，格局重塑

我们早在 2015 年就曾提出，随着房地产白银时代的到来，房地产行业链价值中枢逐渐后移，物业作为社区服务的核心，必将从房地产整体业务中脱颖而出。我们早于 2015 年开始研究物业管理及社区增值服务，2015 年《社区 O2O：万亿市场空间，得家庭者得天下》和 2016 年《社区 O2O 深度系列之二：构建生态圈，分享共赢》两篇研究报告深度探讨了社区 O2O 的发展路径与成长空间，提出社区生态圈里分享共赢是未来的必由之路，也是房地产后市场业务真正实现其巨大成长的突破口。站在当前时点回顾，整个物业服务行业的发展也在兑现我们之前的判断，我们社区 O2O 深度系列的第 4 篇，也是围绕物业管理行业深入思考的第 3 篇，跨越数年周期，审视未来。

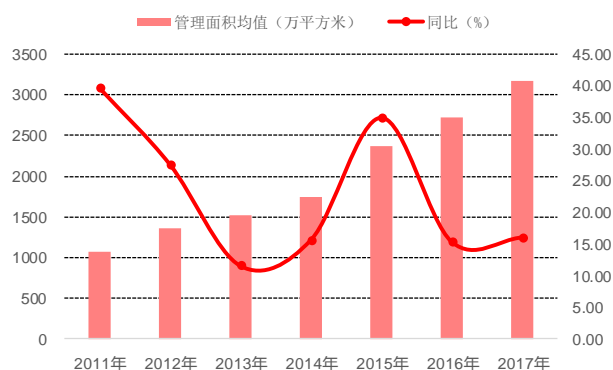
兑现一：强者恒强，龙头隐现

规范的行业政策和商业化浪潮促进了物业管理企业的快速发展和并购整合，物业管理行业呈现出几大特点：
1、集中度快速提升。根据中指百强物业报告统计，2017 年百强企业管理面积均值超 3000 万平米，百强物业服务企业市场占有率达 32.42%，相较 2016 年提升 3 个百分点，集中度快速提高。TOP10 企业管理面积均值超 2 亿平米，市场占有率达 11.06%，相较 2016 年提升 1 个百分点。**2、扩张重心逐步从外扩转向深耕。**2017 年，百强企业进入城市数量均值 28 个，全国化布局的步伐有所放缓，但规模扩张的重心转向区域深耕，单位城市项目数量均值为 6.35 个，单个项目管理面积达 17.79 万方，同比增长 8.28%。

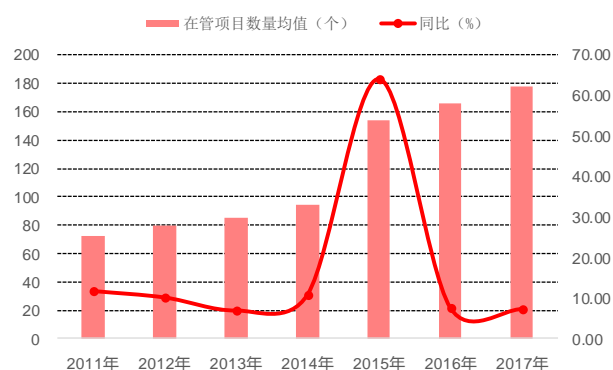
图表1：物业服务发展历程



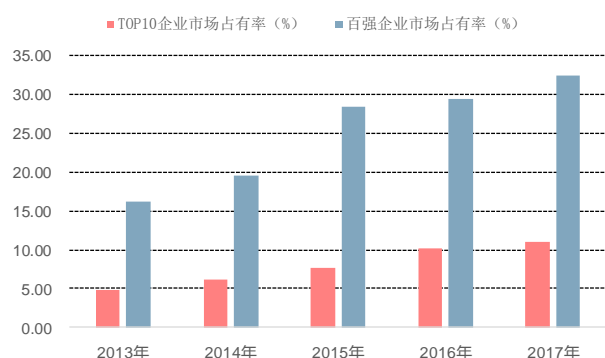
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表2： 百强企业管理面积均值（万平方米）


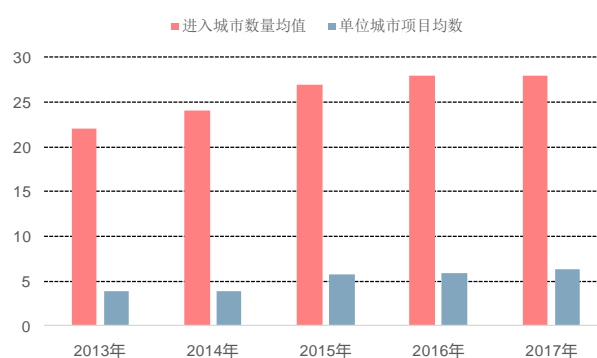
资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

图表3： 在管项目数量均值（个）


资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

图表4： TOP10 及 TOP100 市占率


资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

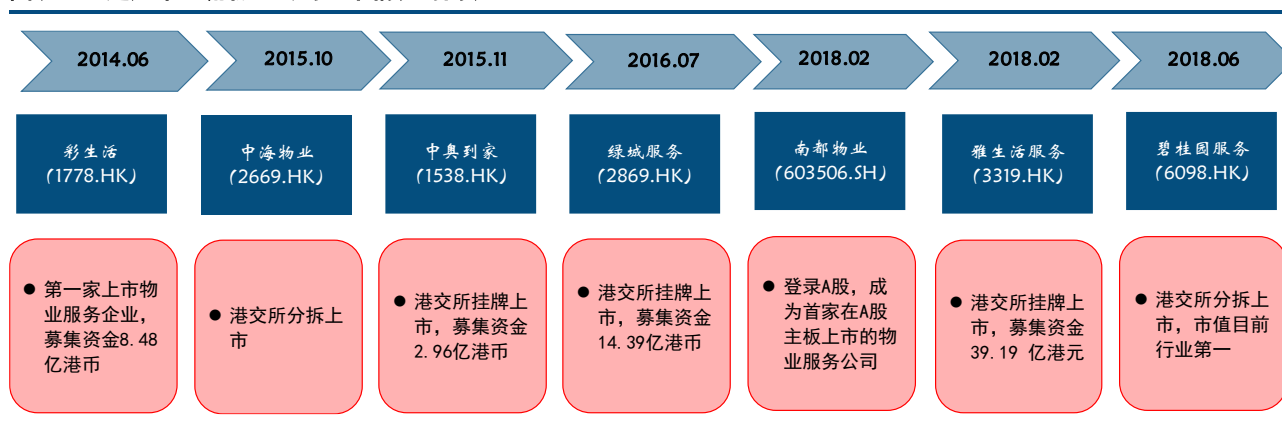
图表5： 百强进入城市数量（个）与单位城市项目数（个）


资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

兑现二：拥抱资本，证券化率爆发式增长

以 2014 年彩生活在港上市为标志，申请上市的物业企业不断增加。2017 年以来挂牌上市的主流物业企业就包括港股的雅生活服务 and A 股物业第一股——南都物业，2018 年 6 月份又迎来碧桂园服务的分拆上市，未来仍有一批业内知名房企的物业管理公司正行进在上市的路上。

由于新三板融资功能较低，越来越多的公司开始追逐香港上市，目前在港上市的物业企业已经达 8 家。在香港除了国内常见的 IPO 和借壳上市外，还有一种介绍上市的方式，较 IPO 批核速度更快，同时也可避免因公开认购股份而导致大量吸纳市场资金的压力。其中彩生活、雅生活、绿城服务和中奥到家都选择了 IPO 的融资方式；而中海物业和碧桂园服务则是为了独立，体现物业板块的估值从而选择了介绍上市；恒大选择联合腾讯借壳上市——组建“恒腾网络”，以轻资产运营模式开展互联网社区服务。

图表6：近几年主流物业公司上市情况时间表


资料来源：中信建投证券研究发展部

图表7：在港上市方法分析

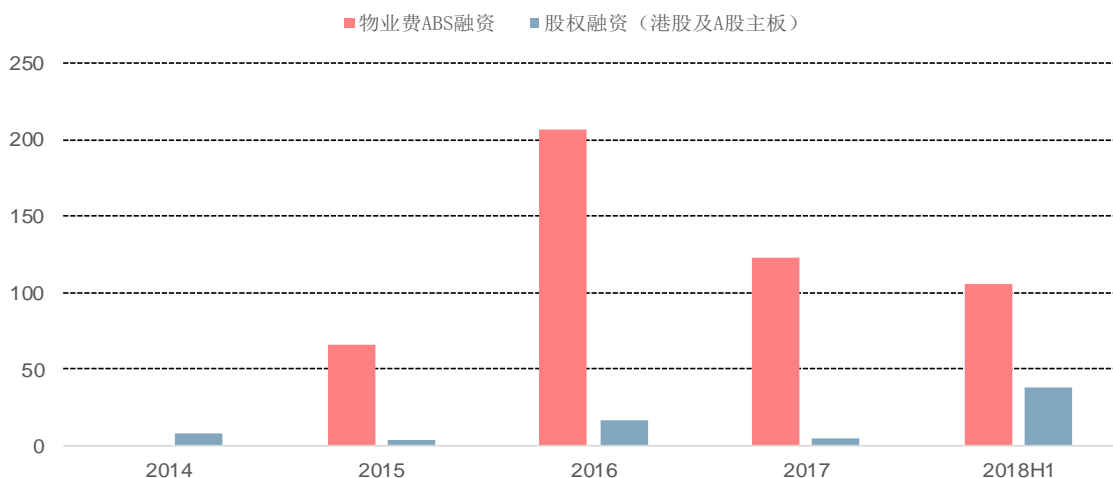
区别	介绍上市	IPO	借壳
有无公开招股	否	是	否
是否需要发行新股	否	是	否
融资需求	否	是	有，一段时间后可再融资
审核是否严格	较 IPO 宽松	严格	较 IPO 严格
准备时间	小于 1 年	1-3 年或更久	1-1.5 年
上市费用	较低	中介机构费用	可对价费用
适用范围	转板、分拆、换股	符合要求企业	IPO 受限企业
优点	上市与融资分离，灵活性强，程序便捷	募集资金多，自主性强	上市时间和成本低、规避限制
缺点	对股票供应与交投量要求高	准备期限长，条件苛刻，费用高	壳公司或有负债风险、不能立即融资

资料来源：聚桐分析，中信建投证券研究发展部

兑现三：多元融资渠道拓展

除了在股权融资方面突飞猛进发展，物业管理公司的多元融资渠道也在突破。物业管理公司签署的《物业服务合同》通常期限较长，现金流较为稳定，因而可以通过发行企业 ABS 的方式实现融资的目的。根据 wind 数据统计，自 2015 年 8 月 12 日世茂天成物业服务集团有限公司发行首单物业管理费 ABS 以来，截至 2018 年 7 月底，市场上已成功发行的物业管理费 ABS 共 42 单，合计规模 500.08 亿元，正在成为物业管理行业重要的输血渠道。

图表8： 股权融资 VS 物业费 abs 融资（亿元）



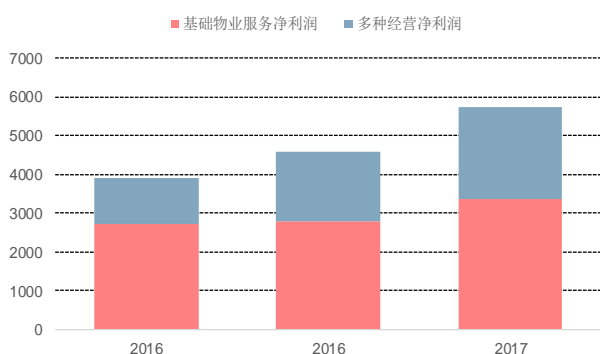
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

兑现四：增值服务开花结果

物业管理行业之所以有望成为房地产价值链和物业服务价值链的整合者，关键在于物业管理服务依托于巨大商业价值的不动产，这些物业资产不仅给物业管理提供了基础服务的资源，而且由此搭建的物业平台，形成“物业搭台，商家唱戏，业主捧场”。

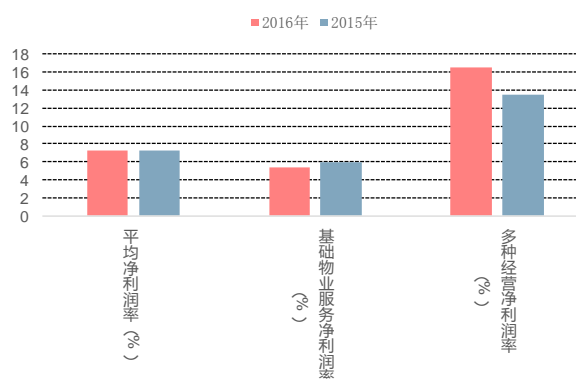
近年来，物业百强企业以基础服务为入口，充分挖掘增值服务潜力，整合多方资源不断丰富社区服务内容。2017 年百强企业多种经营盈利均值为 2389.79 万元，同比大增 32.99%，增速比传统物业服务盈利增速高约 12 个百分点，贡献了近 41.68%的净利润，盈利能力凸显。收入占比从 2015 年的 16.73%提升至 2017 年的 28.20%，达 1.35 亿元。

图表9： 2015-2017 年百强企业净利润构成（万元）



资料来源: 中国指数研究院, 中信建投证券研究发展部

图表10： 2015-2016 年百强企业净利润率

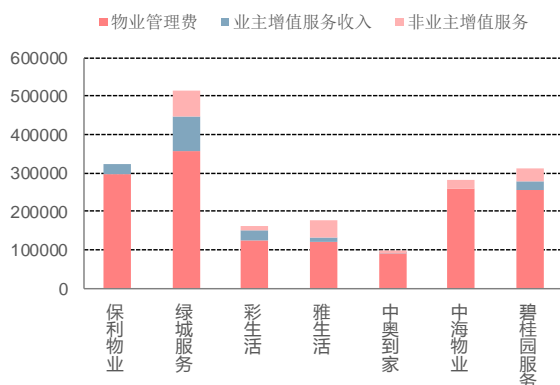


资料来源: 中国指数研究院, 中信建投证券研究发展部

从收入结构来看，多种经营中仍以社区服务为主导，占比 47.84%，包括社区空间运营，社区金融，房屋经纪，电商，家政和养老服务；其次是顾问咨询，占比 20.36%，工程服务和其他分别占比 16.28%和 15.52%。目

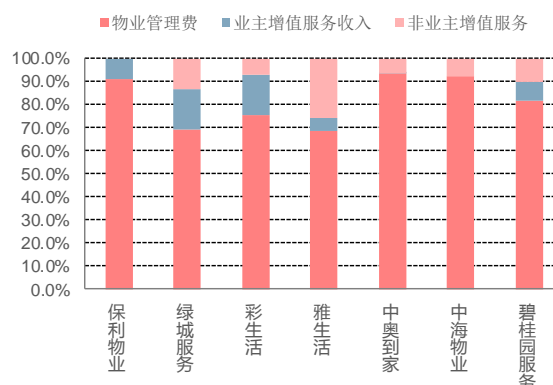
前主流企业的增值服务已经逐渐探索出一条自适应的发展模式，特点鲜明，业绩贡献也已经开花结果。

图表11：上市企业物业服务 and 增值服务规模（万元）



资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

图表12：营收结构占比对比



资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

我们认为，在房地产进入下半场之后，存量市场的挖掘仍大有可为。物业服务在经历了快速扩张之后，其经营模式已经接受市场检验，品牌认知度正逐渐提高，政府行政管控趋弱，物业服务不再是传统意义上的看门扫地，其稳定的现金流、可预期的规模增长，将有效对抗周期的波动。

支撑物业管理企业增长的“四元”逻辑已经越来越明确，主要聚焦于“量”在管面积、“质”物业费用、“费”成本管控以及“增”增值服务4个方面，都已经具备了改善和成长的空间，我们以上市物业管理公司为样本对以上4个方面进行了分析和展望。

在管面积——增量市场和存量并购助推规模确定性增长

在管面积进入快速增长期

物业管理公司的业绩增长驱动力主要来自于在管规模的扩张以及增值服务的拓展。考虑到物业费的增长相对平稳，因此我们认为至少在短期内在管面积的增长将成为物业管理公司的主要驱动力。物业上市公司中，多数公司会披露合约面积，包括已交付及未交付的建筑面积，一般未交付的部分3-5年内将会转化为在管面积，因此合约面积是在管面积的先行指标。

在管面积的增加主要有两种方式：

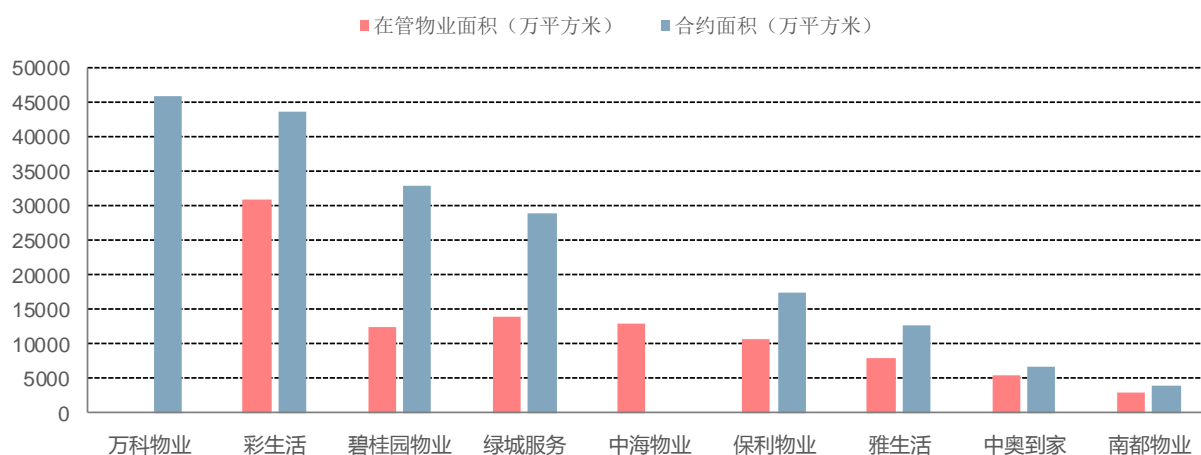
- 1、**新委任**：即通过竞标获得新开发小区的物业管理权或者承接小区业主委员会更换前任物业管理公司后的服务委聘；
- 2、**并购**：企业可以通过直接收购物业管理公司来增加在管面积。

分层级来看，

第一梯队：彩生活和万科物业的合约面积规模分别为4.36亿方和4.60亿方，其中彩生活的在管面积约3.08亿方。**第二梯队**：碧桂园服务、绿城服务和中海物业在管面积分别为1.23亿方、1.38亿方和1.28亿方，且碧桂园

园服务、绿城服务合约面积储备充足，未来转化为在管面积潜力较大。**第三梯队：**雅生活、中奥到家、南都物业等。雅生活在管面积 7834 万方，在 2017 年上市之后资本实力大幅增加，未来在管面积有望向第一、二梯队跟进，中奥到家和南都物业在管面积分别为 6670 万方和 3884 万方，中奥到家近年主要依靠并购提升在管面积。

图表13： 部分重点物业管理公司在管面积规模对比（万方）



资料来源：相关公司公告，中信建投证券研究发展部

图表14： 物业上市公司在管面积增长情况（单位：百万方）

公司	2017	2016	2015	2014	近 4 年 CAGR
彩生活	307.90	290.80	232.40	160.00	24.38%
绿城服务	137.80	105.20	82.80	65.90	27.88%
碧桂园服务	122.76	91.06	69.80	/	32.61%
中海物业	128.30	93.50	82.60	56.40	31.52%
雅生活	78.34	50.05	35.05	24.43	47.46%
中奥到家	66.70	60.00	33.80	31.40	28.55%
南都物业	38.84	31.48	26.44	22.68	19.64%

资料来源：相关公司公告，中信建投证券研究发展部

新增在管面积的来源结构

从物业管理公司在管面积增量来源分析，主要分为了三类：

第一类：依托母公司。2016 年中海物业背靠中国海外发展集团和中建集团，业务贡献几乎全部来自于母公司地产业务，包括中国海外发展、中海宏洋和中建集团的地产开发和一些商业项目。

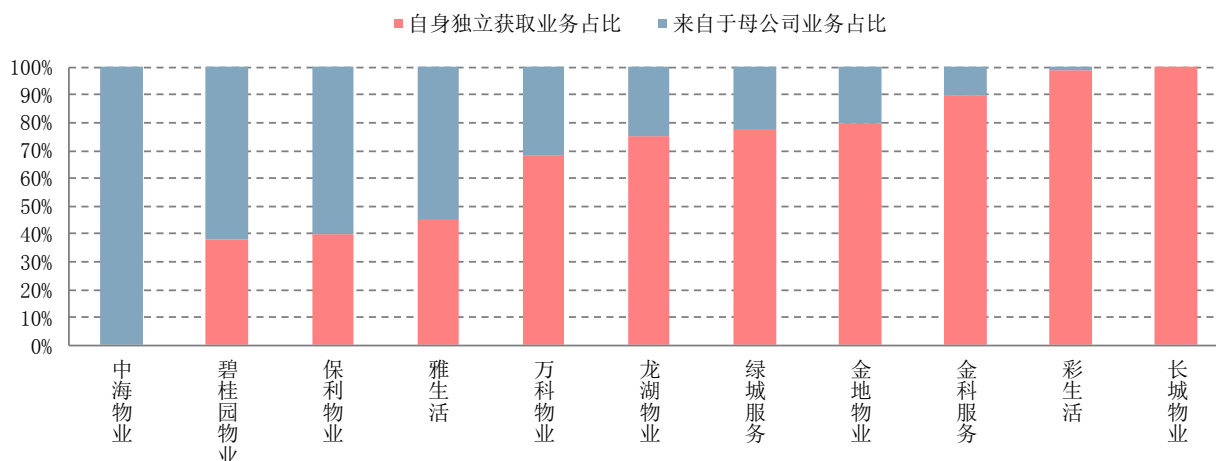
第二类：母公司和独立开拓结合。大型地产公司中保利物业和碧桂园物业的新增面积中，来自独立市场拓展与自母公司地产的比例基本在 4:6；万科物业采取多元化的合作模式，以股权合作、全委合作的形式快速获取项目，项目来源更加多样化，来自母公司的占比为 48%。

中型的地产公司目前加大了来自第三方的拓展，主要代表雅生活服务，其 2014 年新增在管面积全部来自于雅居乐集团，但是 2017 年来自第三方的拓展面积占比已达到 44%，如果按合约面积计算，2017 来自第三方合

约面积占总体新增合约将达到 80%。绿城服务、龙湖物业和金地物业对母公司的地产依赖较低，目前来自第三方拓展的比例已经处于 70% 的较高水平。

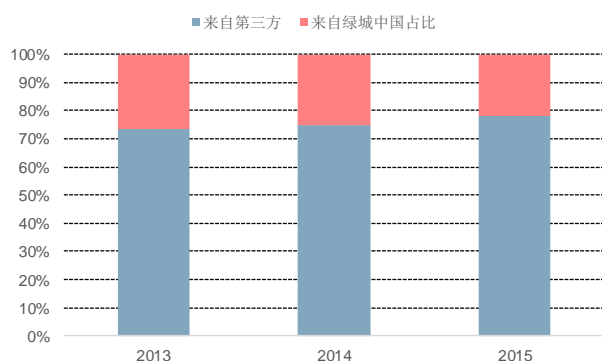
第三类：相对独立型。如彩生活、长城物业、中奥到家，其新增管理面积多来自于自身的拓展，2017 年彩生活在管合约面积中仅 0.9% 是来自于花样年集团。

图表15： 典型物业公司业务来源方式



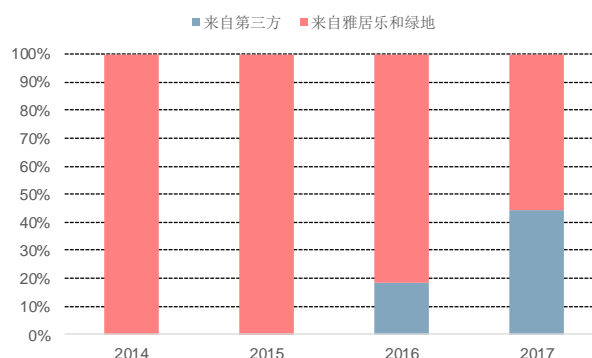
资料来源：中国指数研究院，相关公司公告，中信建投证券研究发展部

图表16： 绿城服务新增面积来源



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表17： 雅生活新增面积来源



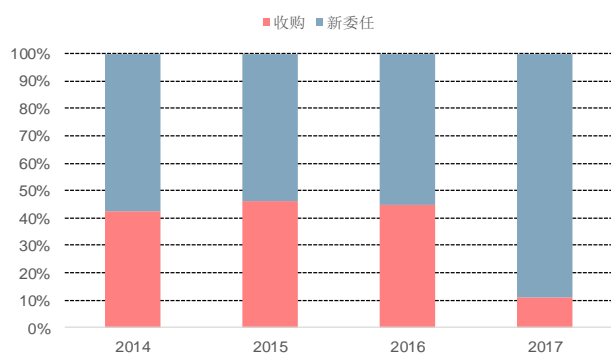
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

收并购是最为直接的拓展方式

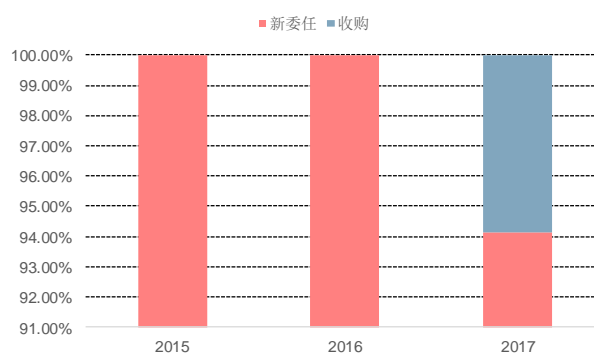
从新增结构来看，独立的第三方物业管理公司往往需要依靠并购实现规模扩张，尤其上市后资本实力大幅增加，收并购是快速增加在管面积最为直接的方式。

以彩生活为例，2014 年初，公司合约面积只有 6300 万方，经历了 2014-2015 两年在管面积高达 120% 的增长，到 2015 年底公司合约在管面积已达到 3 亿方，这其中收购占新增面积的比例一直高达 40% 以上，2016 年新增在管面积增速下降，但是收购比例仍高达 43%。

而背靠地产开发母公司的物业管理企业则主要依靠新委任拓展在管面积。碧桂园服务背靠强大的母公司和品牌实力，2015-2016 年新增合约面积中全部来自于新委任，2017 年通过收购若干物业管理公司取得的新合同占总增量面积约 5%。在不考虑战略性并购的前提下，我们认为新委任占比的提升反映了公司较强的拓展能力和品牌口碑，为公司未来输出平台提供了扎实基础。

图表18：彩生活新委任和并购占比


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表19：碧桂园服务新委任和并购面积占比


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

并购虽然是提升在管面积的一条捷径，但是往往并不是 1+1=2 那么简单。并购往往需要：1、企业具有强大的资金实力；2、在企业融合过程中也需要磨合；3、随着行业集中度的提升，并购标的稀缺性将会显现，并购方付出的溢价将会增加，这也降低企业单纯为了增加在管面积而并购的冲动。因此我们认为企业未来并购更多的可能是考虑品牌的协同性，比如彩生活 2018 年收购万象美，增加了公司高端产品线；而雅生活服务收购绿地物业，主要基于绿地的战略合作协议，每年自绿地开发的物业中获得 700 万平方米物业服务面积，另有 300 万方的物业服务面积的优先获得权。

图表20：近年来物业管理行业大规模并购事件

时间	并购方	并购标的	交易总价 (亿)	收购比例	标的合约在管面积	收购当年月均净利润 (万)	PE
2018.04	雅生活	南京紫竹	2.04	51%	1500	281.24	11.9
2018.02	彩生活	万象美	20.13	100%	4000	1958.58	8.6
2017.11	中海物业	中信物业	1.90	100%	2300	240.83	6.6
2017.06	雅生活	绿地物业	10.00	100%	1000	/	/
2016.08	中奥到家	浙江永成	2.10	70%	1800	168.48	14.8
2015.05	彩生活	开元国际	3.30	100%	2930	177.50	15.5

资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

物业费：分化竞合提升，寻求业态拓展

物业管理费用企业之间分化

我国最早实行政府价格主管部门制定或者调整物业服务收费标准，对相关物业服务企业实施定价成本监审，物业服务定价成本需根据政府价格主管部门核定后的物业管理服务社会平均成本而制定。尽管国家发改委早在 2014 年 12 月即放开了物业服务行业的价格控制，但落实到市场自主形成的物业费标准仍存在诸多障碍，2017 年 20 城物业价格涨幅仅为 0.87%，而同期 CPI 及居民人均可支配收入分别上涨 1.8% 和 6.5%，凸显出物业费调

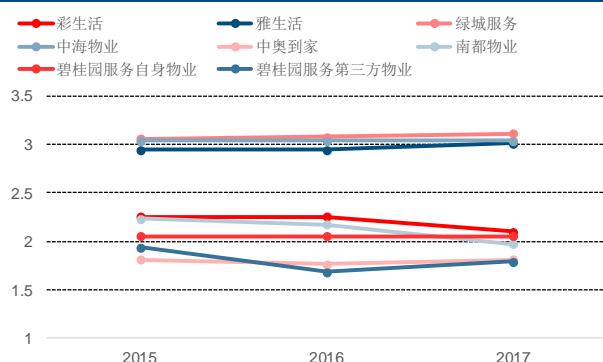
价困难的窘境。

由于不同物业管理公司的布局以及管理不同，物业管理公司之间的平均物业费用也存在明显分化。从收费标准来看，由于公司计算收入有酬金制和包干制之分，我们统一使用每家公司的包干制下的收费进行对比。

从高到低排序，最高的为雅生活和绿城服务，住宅平均物业费分别为 3.01 元/平米/月和 3.11 元/平米/月，近年来维持稳定。中海物业上市之后未披露平均物业费水平，其 2015 年收费标准为 3.04 元/平米/月，与目前的绿城服务和雅生活相当。绿城和雅居乐以打造高品质项目著称，且物业集中在一、二线热点区域，因此物业公司通过承接母公司的小区物业委任，收取的物业管理费价格高于同行业水平。

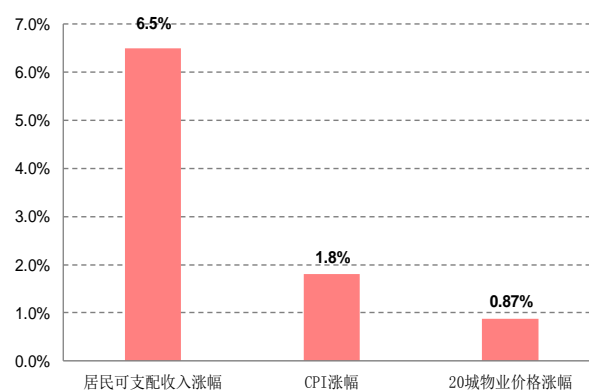
其次为碧桂园、南都物业、中奥到家和彩生活。碧桂园服务来自母公司的物业收费水平在 2.05 元/平米/月，来自于第三方的物业 2017 年平均收费为 1.79 元/平米/月；南都物业 2017 年前 6 月住宅方面物业费为 1.97 元/平米/月。中奥到家物业费为 1.81 元/平米/月，相对稳定。彩生活包干制物业费主要来自开元国际，根据我们计算，2017 年物业费水平在 2.1-2.4 元/平米/月左右。

图表21：主要上市企业物业费对比（元/平米/月）



资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

图表22：物业费涨幅与 CPI、人均可支配收入增速对比

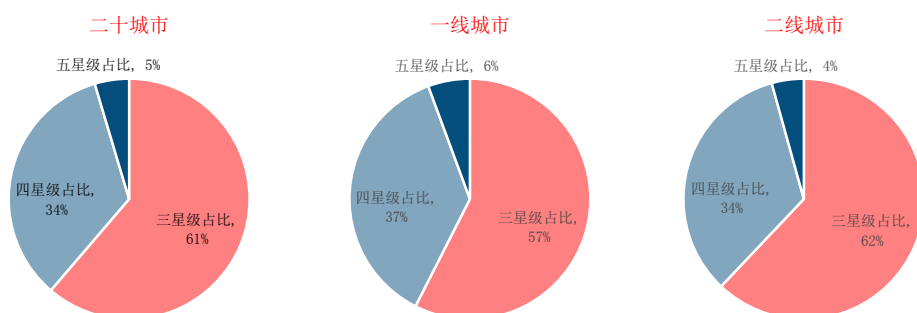


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

提升物业费有哪些方式？

方式一：增量高端项目的物业费存在提升空间

中国指数研究院建立了“中国物业服务星级评价标准体系”，其将物业服务水平由低到高分三星、四星、五星。在二十个大中城市中，物业服务水平仍以三星级中档服务为主，占比 61.27%，四、五星级服务项目比例仍有提升空间。

图表23： 物业服务星级评价情况


资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

20 个城市包括：北京、上海、广州、深圳、天津、武汉、重庆、南京、杭州、成都、长沙、常州、昆明、宁波、青岛、苏州、无锡、济南、合肥、南昌

根据中指的统计，2017 年 12 月 20 大城市物业服务均价为 2.13 元/平方米/月。分等级来看，三星级物业收费均价为 1.81 元/平方米/月，四星级物业收费均价为 2.56 元/平方米/月，五星级物业收费均价为 2.63 元/平方米/月。从价格涨幅来看，五星级物业价格涨幅居首，2017 年价格指数同比上涨 1.35%，比三星级物业价格涨幅高 0.43 个百分点，反映出高端物业服务费具备较大的弹性空间和上限。

图表24： 不同星级物业服务收费水平及涨幅

	二十城均价	三星级	四星级	五星级
不同星级物业服务均价	2.13	1.81	2.56	2.63
(单位：元/平方米/月)				
价格指数涨幅	0.87%	0.92%	0.69%	1.35%

资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

我们认为尤其在重点城市，增量市场对于物业费的敏感度相对更低。例如位于北京、上海、深圳的部分高端楼盘项目，其物业费水平大部分处于 10-20 元/平方米/月区间。随着近两年房地产市场改善型需求的释放，高端项目的涌现进一步推升了高端物业服务品质的需求，也将构筑未来物业管理公司在这些区域的物业管理费提升空间。

图表25： 北上深部分高端项目物业费水平

城市	项目名称	物业公司	物业费（元/平方米·月）
北京	盘古大观	第一太平戴维斯	20
北京	霞公府	世邦魏理仕	18
北京	霄云路 8 号	合生华府酒店	8
北京	钓鱼台·七号院	中粮凯莱物业	9.5
上海	汤臣一品	晶华物业	15
上海	苏河湾	戴德梁行	13
深圳	波托菲诺	华侨城物业	10
深圳	华润深圳湾·悦府	华润物业	12.8
深圳	海上世界双玺	招商物业	9.6

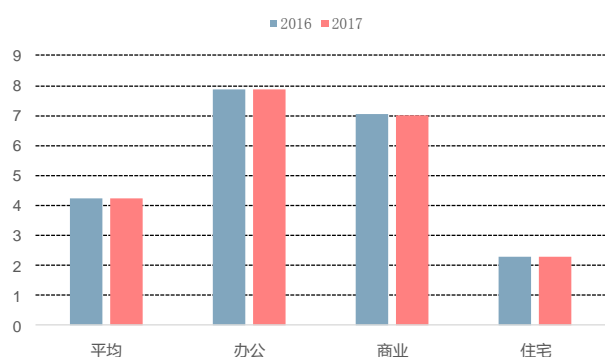
城市	项目名称	物业公司	物业费（元/平方米·月）
深圳	深圳湾公馆	深圳物资物业	9.6

资料来源：房天下，中信建投证券研究发展部

方式二：增加非住宅物业

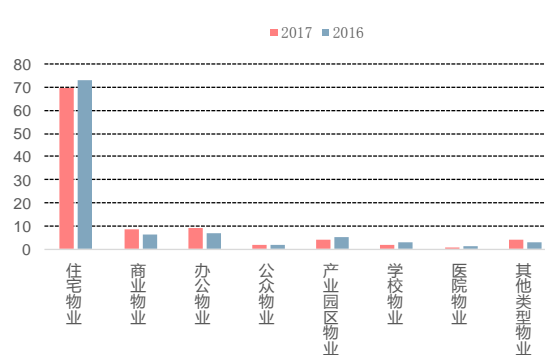
除了在住宅市场深耕外，非住宅市场也是目前物业管理公司拓展的新市场。一方面是非住宅市场物业费水平具有较大的溢价空间，另一方面也是公司在为差异化竞争进行布局。根据中指百强物业研究报告，2017 年办公和商业的物业费分别为 7.88 元/平方米/月和 7.02 元/平方米/月，显著高于住宅物业的 2.30 元/平方米/月收费水平。

图表26： 百强企业不同物业收费水平（元/平方米/月）



资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

图表27： 百强物业在管面积业态占比



资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

绿城服务：近年来在积极拓展商务办公、城市综合体、产业园、养老和旅游物业等项目以开拓非住宅市场，增加公司收入来源，公司非住宅物业占比已由 2015 年的 17% 提升至 2017 年上半年的 21.6%，通过拓展较高管理费的项目，优化项目组合进而可提高平均物业服务费。

雅生活：非住宅业务 2017 年明显提升，在管面积中非住宅从 2016 年的 2.5% 提升到 2017 年的 26.6%。公司在旅游地产方面优势明显，获得中国指数研究院「2017 中国特色物业服务领先企业—旅游地产物业管理领先品牌」的称号。截至 2017 年 12 月 31 日，公司旅游地产管理服务项目达 18 个，在管面积达 5.8 百万平方米，其中旅游地产物业服务平均管理费为每月每平方米人民币 4.13，远高于住宅物业收费。

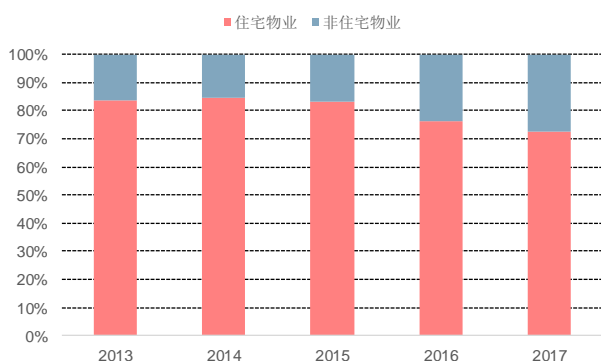
彩生活：通过并购万象美也切入了非住宅业务领域，万象美集团管理位于中国内地各个一线、二线及三线城市的超过 130 个项目，大部分项目为万达集团先前开发的住宅楼宇及办公室。

碧桂园服务：非住宅物业管理面积占比从 2016 年的 0.2% 提升至 2017 年的 4.6%，非住宅物业管理个数达 20 个，管理面积从 2015 年的 6 万方提高至 2017 年的 566 万方，涵盖商业物业、写字楼等。

南都物业：起步阶段商办物业就占据主要地位，服务百余个商办物业项目，商办物业在管面积占比近年来一直处于 30-40% 的水平，在传统物业板块中贡献了 40-50% 的营收。公司未来战略将力争打造国内商办物业服务领先品牌，与旗下住宅物业服务业务均衡发展。

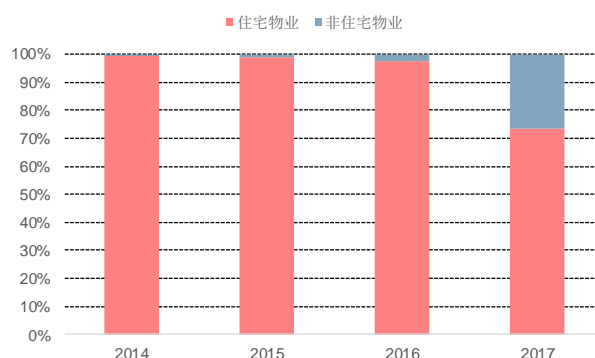
此外，公用事业的社会化，也将进一步拓展物业服务企业的边际，例如机场、道路、加油站等的服务管理或将逐渐向全市场开放。

图表28： 绿城在管非住宅面积占比



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表29： 雅生活在管非住宅面积占比



资料来源：公司年报中信建投证券研究发展部

成本管控：智能化投入助力降本增效

智能化投入提高，人均管理面积扩大

在劳动法不断完善和“人口红利”不断下降的趋势下，劳动力成本的刚性增长是物业管理公司必须面临的挑战。物业服务作为劳动密集型的服务业，劳动力成本在整个成本中占据主要部分（一般占 50%-70%）。根据《2018 年中国百大物业管理公司研究报告》，2017 年百大公司的平均薪金开支、共用设施设备日常运行和维护费用、清洁开支、维修开支及园艺开支分别占 55.84%、10.03%、8.14%、4.89%及 2.38%。

工资的刚性上涨成为物业服务企业必须面对的成本难题，因此目前各家公司纷纷在技术领域加大投入，减轻对人力的依赖，例如彩生活和雅生活分别建立集成管控平台，远程视频监控中心、智能停车系统等，进一步提升服务效率，提高客户满意度。此外如同我们在此前深度报告中提出，专业化分工是行业大势所趋，适当的进行分包，将清洁、绿化、秩序维护和工程维修交给专业的服务公司进行操作，公司负责监管和审核的模式也在逐渐推广。业内百大公司积极分包低增值工作予其他公司，七成以上百强企业将部分基础业务交由专业外包公司管理，有效降低刚性成本，优化服务质量。

图表30： 雅生活集成控制系统



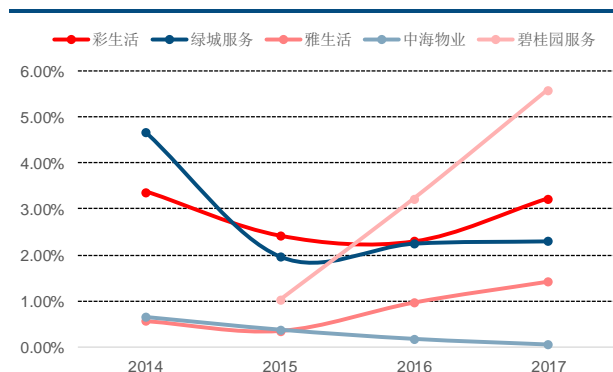
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表31： 绿城服务“慧服务”及“绿联盟”平台运作模式

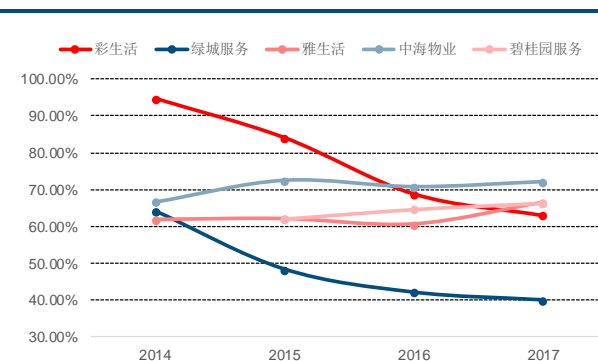


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

我们以资本性支出/调整后的营业收入作为衡量公司科技化的投入，可以看到碧桂园服务近年来加大投入，资本性支出/调整后的营业收入从 2015 年的 1.02% 提升至 2017 年的 5.6%，以应对不断提升的人力成本，其员工成本从 2015 年占服务成本的 62% 提高到 2017 年的 66.3%；彩生活和绿城服务的投入力度近年来都维持较高水平，两者 2017 年分别为 3.22% 和 2.31%。雅生活上市之后将募集资金的约 10% 约 5.98 亿投向于数字化及操作机械化。

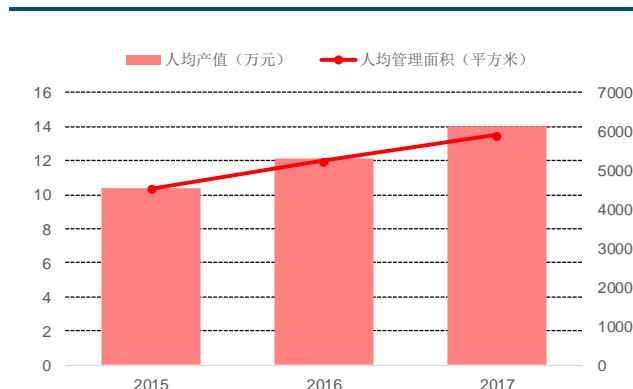
图表32： 资本性支出/调整后的营业收入


资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

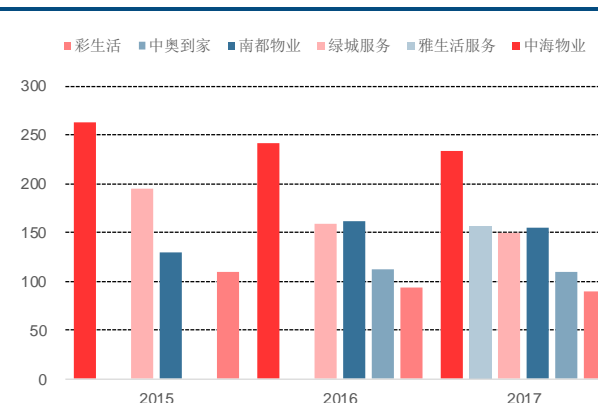
图表33： 人力成本占销售成本比重


资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

智能化的投入，使得百强物业在提升服务质量的同时降低基础服务对人力的大量占用，扩大了管理半径，因此，百强企业人均在管面积 2017 年提升 12.5% 至 5913 平方米。在上市公司中，除中海物业低于百强物业的平均水平，其他公司人均在管面积均超过 5000 平方米，百万平米用工数近年来呈现下降趋势，其中彩生活百万平方米只需要 89 人，相当于人均在管面积约 1 万平方米，居首位。

图表34： 百强物业人均在管面积和人均产值


资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

图表35： 百万平米用工数


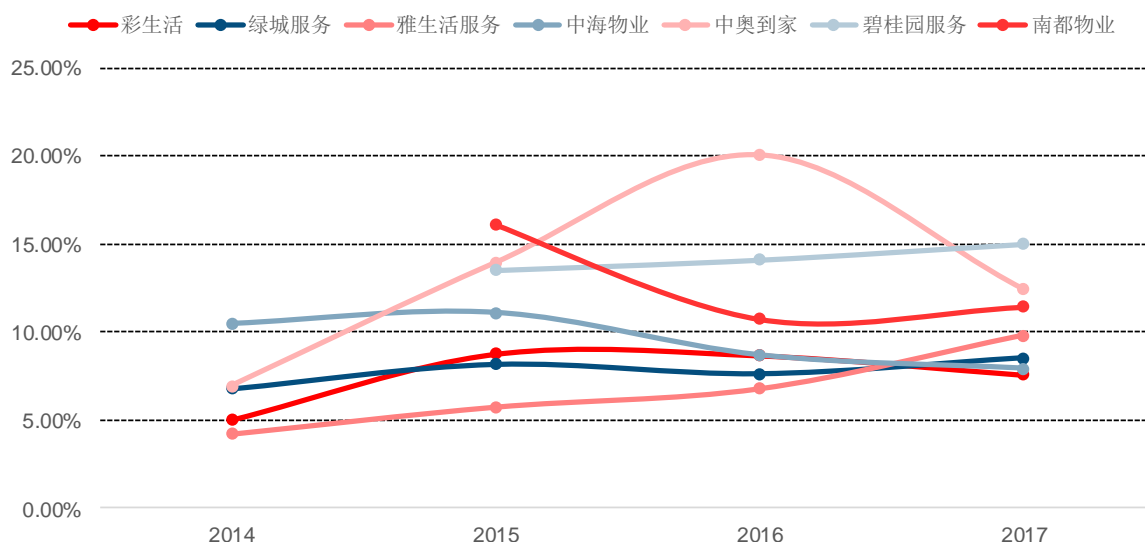
资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

精耕细作，管理费用率控制有力

成本控制考验的是物业管理公司的管理能力，从披露数据来看，大部分上市物业管理公司销售及行政费用率在 7-10% 区间。其中彩生活由于员工期权激励的开支从 2016 年的 7900 万下降至 2017 年的 4530 万，费用率小幅下降至 7.6%；中奥到家 2016 年管理费用率大幅增加主要由运营 O2O 所致，2017 年在缩减 O2O 业务之后，管理费用率也降至 12.3%；雅生活管理费用率上升主要由于在广州总部设立集中控制中心以及向中高层提供具

竞争力薪酬福利所致；中海物业和绿城服务上市之初费用率较高为上市及中介费用所致，目前稳定在 8% 左右；碧桂园服务销售管理费用率一直维持 13-15% 的较高水平，后续仍有降本增效的空间；南都物业销售管理费用率从 2015 年的高位 16.1% 降至 2017 年底 11.4%，未来有望向行业平均水平收拢。

图表36： 经调整的管理费用率



资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

增值服务：进入 2.0 时代，共筑美好生活场景

现阶段上市物业管理公司由于具备资金实力和庞大的用户基数，大多通过发展社区 O2O 平台构建增值服务体系，从目前物业企业的 O2O 布局分析，社区 O2O 业务分为三大类：1、基础物业服务，包括收缴物业费、维修与投诉建议、管家服务等；2、社区生活服务，涉及到日常生活的相关服务，包括生鲜配送、家政服务、社区电商、及其他生活服务等；3、社区增值服务，基于社区的资源进一步挖掘的业务，包括社区金融、社区健康、房屋托管等服务。

回顾物业企业增值服务的探索和发展，我们认为现在增值服务已经进入一个新的阶段。其特点首先在于随着企业规模的发展壮大，主流企业积累的用户已经初具规模，为增值服务的快速发展奠定了群众基础；其次，增值服务不再是空喊口号，目前主流企业增值服务业绩贡献占比接近 4-5 成；最后，通过一定时间的探索，企业不再盲目拓展线上，而是根据自身优势，选择合适的赛道，增值服务的形式更加多元化。如果以前的增值服务是 1.0 的“仰望星空”时代，目前的增值服务已经进入 2.0 的“脚踏实地”阶段。

图表37： 增值服务类型

主流企业增值服务形态	营收来源	代表企业	近期重要布局
	线上抓手	彩生活	打造「彩生活住宅」销售模式及「彩富人生」增值产品，构建社区消费场景的抓手产品，促进开放式生态圈的建设。
	协约销售	雅生活	目前以协销为主，未来将会投入IPO融资所得净额约10%即3.98亿港币，用于继续开发集团的一站式服务平台
	房地产相关	绿城服务	“绿城置换”和“幸福绿城”围绕房地产打造线下、线上生态链闭环。

资料来源：中信建投证券研究发展部

彩生活：从“物业管理+互联网”转向“互联网+物业管理”

2017 年开始彩生活除扩张自管小区面积外，也坚定的实施平台输出战略，参股合作伙伴 5%-20%，将彩之云 APP 的底层技术向物业管理业内的其他企业输出，实现彩生活平台的快速扩张。截止 2017 年 12 月 31 日，彩生活平台服务面积达到 9 亿平方米，平台注册用户数达到 1034 万人，同比增长 241.7%，月活跃用户数达到约 350 万人，同比增长 101.2%，活跃度达到 33.8%，用户基础快速成长。

除了推出 E 电梯、E 能源、E 停车等优化基础物业服务的产品提高用户粘性与活跃度，公司与 okliang.com（良食网，其股东之一为「COFCO」全资投资的附属公司）进行策略合作，进一步丰富了平台产品服务供给。此外，公司打造「彩生活住宅」销售模式及「彩富人生」增值产品，通过线上消费减免物业费的形式吸引用户，构建社区消费场景的抓手产品，促进开放式生态圈的建设。

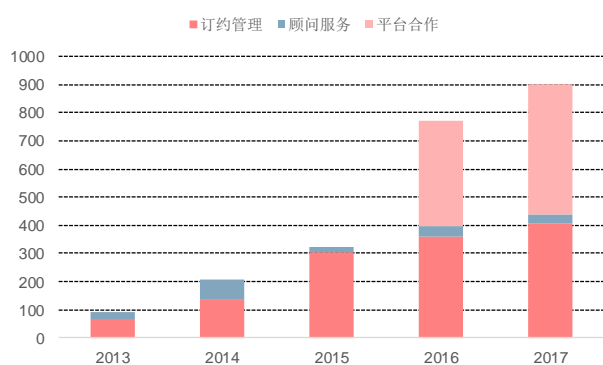
图表38： 彩生活生态圈



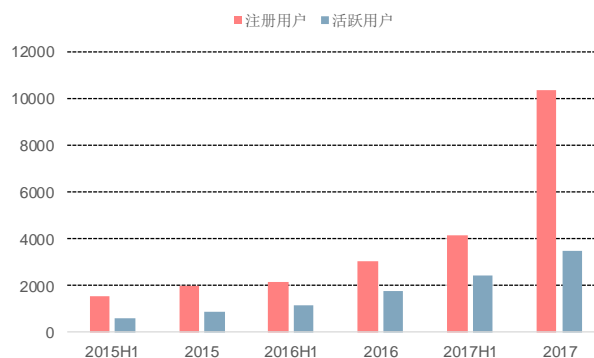
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

彩生活的增值服务营收从 2014 年的约 0.65 亿增长至 2017 年的 2.77 亿元，年均复合增长率高达 61.8%，营收占比近年来稳定在 16-17% 的水平。增值服务中，网上推广服务及租赁信息系统软件的使用费和办公室分租收

入为快速增长，2017 年分别达到 1.37 亿和 0.86 亿，同比增长 85.4%和 231.2%。由于增值服务毛利率高达 82%，因此 2017 年增值服务贡献了约 43%的营业利润，15-17 年每年提升约 10 个百分点，增值服务进入开花结果的阶段。

图表39： 彩生活平台服务面积（百万方）


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表40： 彩之云注册用户、活跃用户数量（千人）


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

雅生活服务：背靠两大开发商，协销业务快速发展

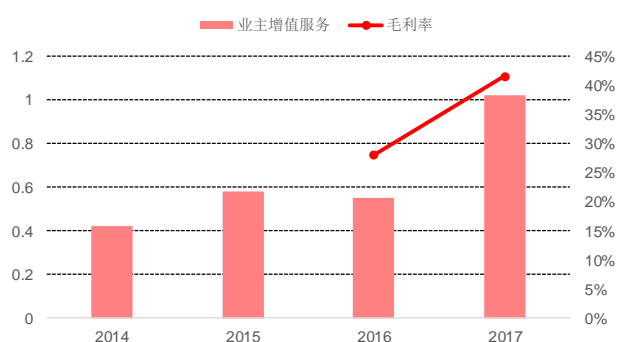
雅生活服务目前增值服务仍以开发商协销为主，贡献了约 40%的毛利，但是不可忽视其业主增值服务快速增长的趋势。公司于 2016 年 5 月推出包括「雅管家」、「雅商家」及「雅助手」等 APP，打造集线上、线下一体的综合平台，同时上市之后充裕的募集资金也保证了公司信息平台化建设。

线下增值部分

雅生活的多种经营分为两部分。一部分为业主增值服务，目前仍属于发展探索阶段。业务包括物业保养及维修、家政及清洁服务、装修及拎包入住服务、购物协助及旅游服务等生活服务和致力于实现客户资产保值增值资产管理服务，主要以住宅租赁业务为主。2017 年该部分业务营收约 1 亿元，同比增长 86.4%，占集团总收入 5.8%，毛利率从 2016 年的 28.1%增加至 2017 年的 41.7%。

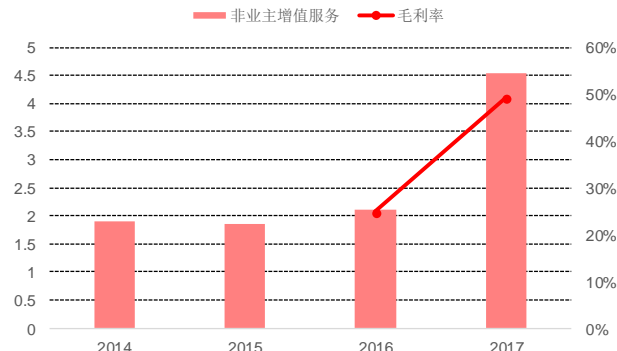
另一部分为非业主增值服务，包括协销、物业代理、房屋检验服务及广告。依托于雅居乐和绿地两大开发商，公司 2017 年非业主增值服务收入达 4.5 亿元，同比增长 113.7%，占总收入约 25.7%，毛利率从 2016 年的 24.8%增加至 2017 年的 49.3%。其中协销服务所得收入占非业主增值服务所得收入的 71.3%。业主增值服务和非业主增值服务毛利占比分别为 7.2%和 37.8%，相较 2016 年分别提升 2 个百分点和 20 个百分点。

图表41： 业主增值服务及毛利率（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表42： 非业主增值服务及毛利率（亿元）

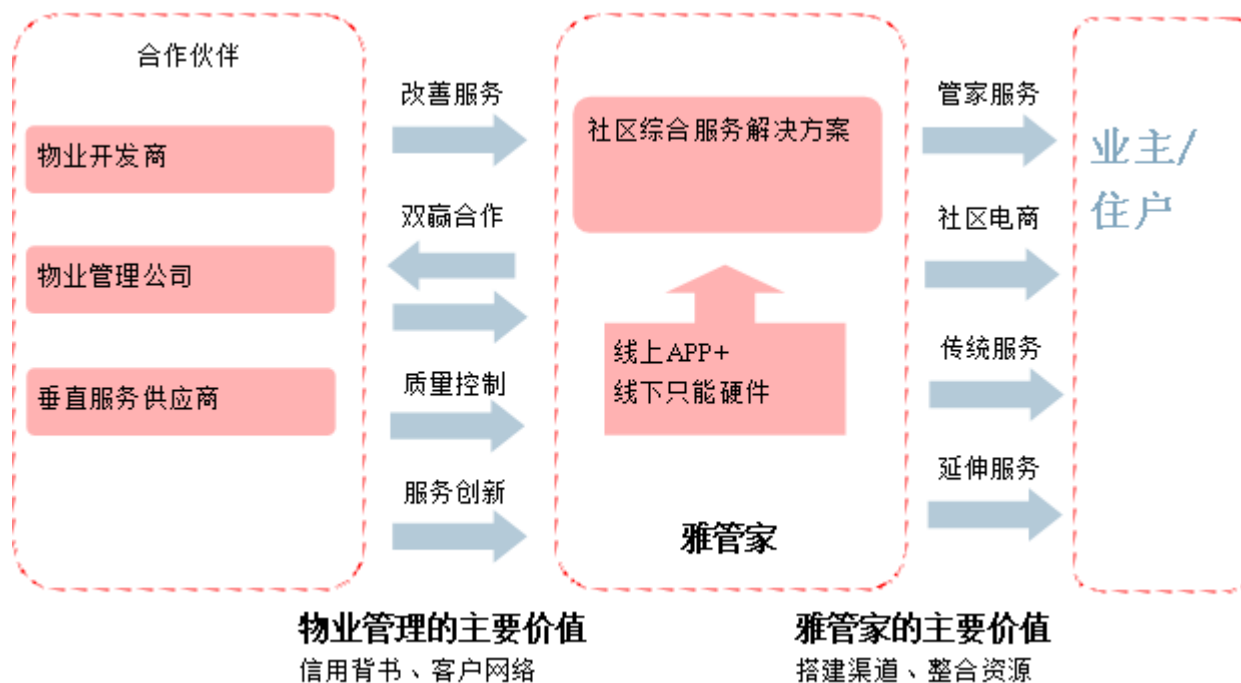


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

线上多元服务

公司于 2016 年 5 月推出包括「雅管家」、「雅商家」及「雅助手」，通过以上移动应用程序分别直接向在管物业的住户和供货商及与之合作的其他第三方提供物业管理服务和增值服务。截至 2017 年 12 月 31 日，联盟物业管理公司成员共同管理建筑面积约 8.2 亿平方米，吸引约 28.7 万名注册用户及约 11 万名活跃用户。雅生活服务 IPO 融资所得净额约 10% 即 3.98 亿港元，将用于继续开发集团的一站式服务平台，未来平台建设值得期待。

图表43： 雅管家集成平台



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

绿城服务：定位高端，资产管理业务快速发展

绿城服务的非业主增值服务是向开发商提供设计咨询和项目管理等服务。绿城服务将业主增值服务称为园区服务，服务内容包括：产品的提供（主要为大米、水果等优质农产品），居家生活服务、园区空间服务、物业资产管理服务，文化教育服务等。目前物业资产管理服务和产品提供服务为主导，文化教育服务仍处于培育阶段。

咨询服务

咨询服务是绿城服务向房地产开发商提供在设计和开发阶段的项目规划、设计管理、建筑管理及营销管理咨询服务，2017 收入达 6.8 亿元，占总收入 13.2%，近年来毛利率稳定在 35-36%，该部分业务占总毛利 25.9%。

图表44： 咨询服务收入（亿元）

服务内容	2017 收入（亿元）	占总收入%	2016 收入（亿元）	占总收入%	年增加
咨询服务	6.80	13.2%	6.18	16.6%	10.1%
在建物业服务	5.73	11.1%	5.23	14.0%	9.6%
管理咨询服务	1.08	2.1%	0.96	2.6%	12.7%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

园区服务

绿城服务园区服务主要包括打造“幸福绿城”进行线上商品销售和发展绿城置换进行资产管理。2017 年园区服务收入达 9 亿元，同比大幅增长 86%，占总收入比重从 2014 年的 6.4% 上升至 17.5%，毛利率从之前 43.5% 下滑至 33.5%，该部分业务占总毛利达 31.9%。

图表45： 业主增值服务业务（亿元）

	2017 收入（亿元）	占总收入%	2016 收入（亿元）	占总收入%	年增加
园区服务	9.00	17.5%	4.84	13.0%	86.0%
园区产品和服务	1.86	3.6%	1.13	3.1%	64.4%
家居生活服务	0.71	1.4%	0.65	1.7%	10.0%
园区空间服务	1.21	2.4%	0.59	1.6%	106.6%
物业资产管理服务	5.01	9.7%	2.36	6.3%	112.1%
文化及教育服务	0.20	0.4%	0.11	0.3%	81.9%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

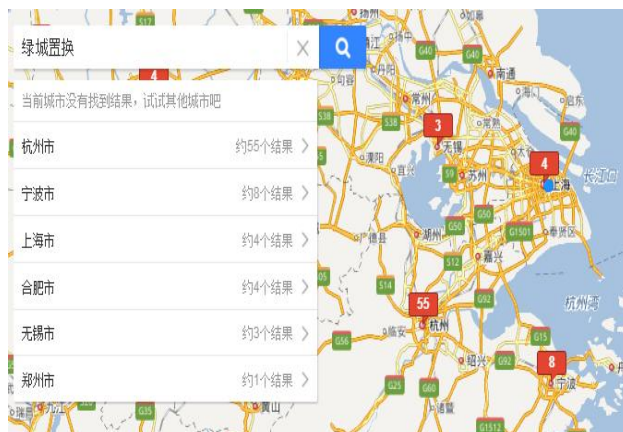
在园区服务中，物业资产管理收入占比接近 5 成，同比大幅增长 112%。2003 年公司成立绿城置换，业务包括房屋的租赁、置换。公司在立足杭州本部发展的同时，2016 年公司先后在宁波、上海、苏州等地设立分公司，和豪世华邦达成战略合作，定位高端园区服务。目前绿城置换门店已经达 75 家，房屋中介业务仍集中在杭州，官网上杭州共 1233 套可售房源，其中 742 套来自绿城。

图表46： 绿城置换



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图表47： 绿城置换门店



资料来源：百度地图，中信建投证券研究发展部

线上增值服务

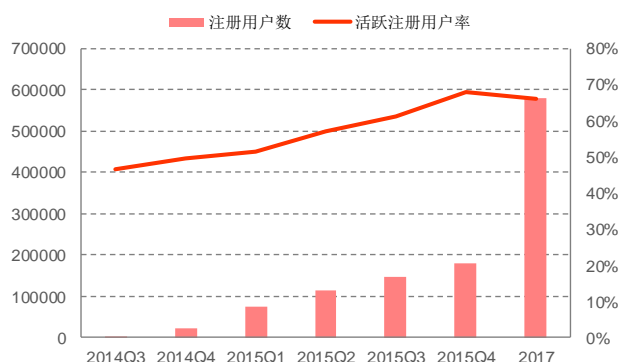
绿城服务通过“智慧园区”项目切入到增值服务领域，将“幸福绿城”移动应用作为通往公司若干园区产品及服务的线上入口，幸福绿城 APP 已注册 58 万用户，线上活跃度高达 66.23%。在对外合作方面，绿城服务自身并不输出底层支持，而是选择与千丁互联合作的方式，接入千丁互联的 700 万户业主。绿城服务以自营产品合作为突破口，将围绕旗下“绿橙”便利为核心的社区新零售为供应基础，为其业主及周边居民提供更丰富、便捷、优质的产品与服务。

图表48： 绿城服务增值服务战略



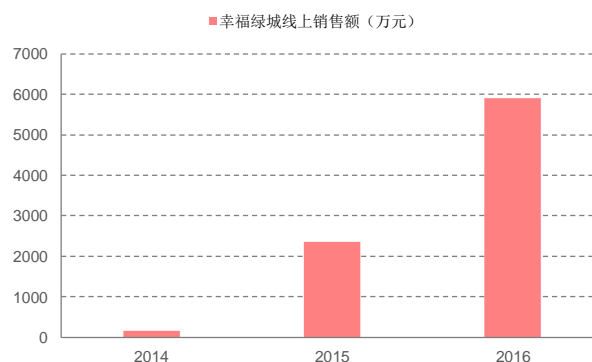
资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图表49：幸福绿城 APP 注册数（个）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表50：幸福绿城线上销售额（万元）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

国际视野：日本最大物业服务公司如何创造增值服务？

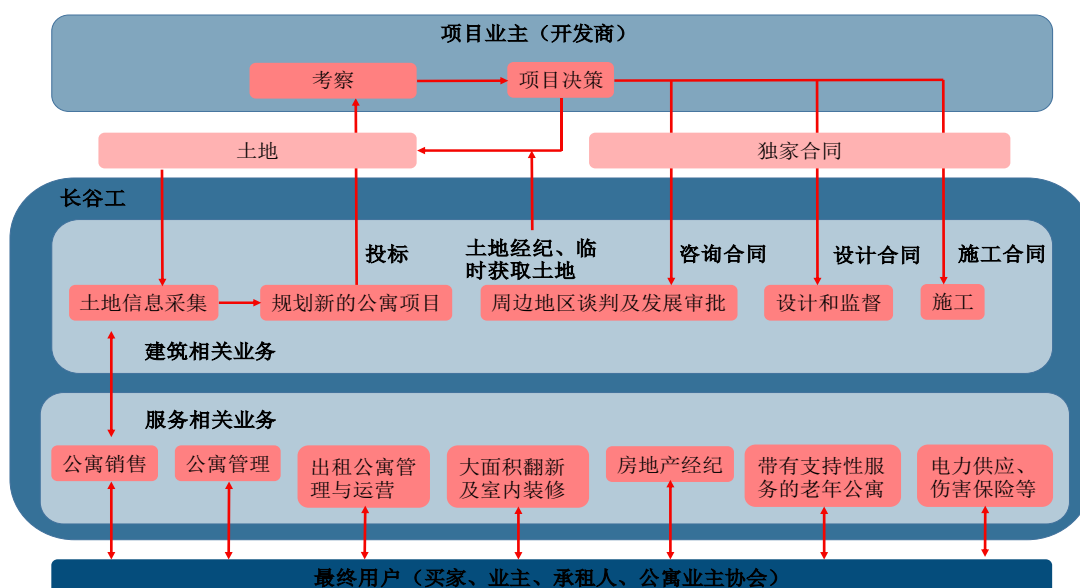
通过梳理上述主流上市物业管理公司，我们可以发现各家公司在增值业务方面发展路径各不相同。未来谁能突围，时间将会给出答案，但是不可忽视的一点，目前主流物业服务企业的增值服务毛利贡献已接近甚至超过传统物业板块。未来在管面积稳定增长的同时，增值服务将赋予公司更大想象空间。

未来我国物业管理行业的增值服务会怎么发展？我们在此前的深度报告《社区 O2O：万亿市场空间，得家庭者得天下》和《社区 O2O 深度系列之二：构建生态圈，分享共赢》中，详细介绍了美国以物业运营为主、物业服务组织为辅的物业资产管理公司 FirstService 和专注于物业服务的服务公司 ServiceMaster，而本篇报告我们聚焦于日本的长谷工，来审视日本物业管理行业的龙头的经营模式。

长谷工（Haseko）：日本第一大物业管理公司

日本东京地区居住形式和我国大部分地区类似，同样以公寓为主，购房过程也和我国类似，需要缴纳一笔维修基金，在日后的维护中，也需要缴纳相应的物业管理费，物业管理行业内容也类似，包括了清洁、安保、维修等工作。因此通过对比日本物业管理行业发展路径和方向，对于我国物业服务行业有较强的借鉴作用。这里以日本最大的物业管理公司长谷工（Haseko）为例，一窥日本物业管理公司的发展历程。

图表51：长谷工业务模式

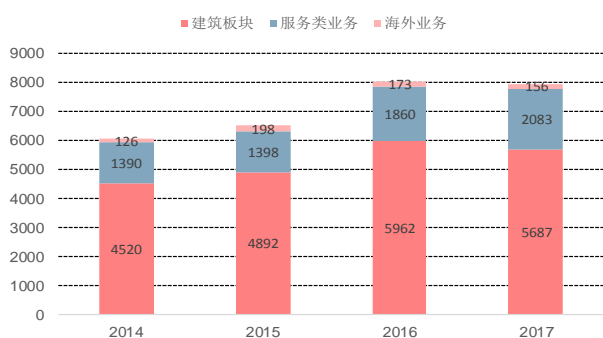


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

长谷工（Haseko）隶属于长谷工建设集团，该集团是东京地区最大的建筑商之一，截止 2016 年底累计建造了约 60 万套公寓，相当于日本总销售公寓单元的约 10%。公司主要业务分为三大板块，分别是建筑业务、服务类业务以及海外业务。公司 2017 财年整体营收达 7723 亿日元，其中建筑板块贡献了公司约 5687 亿日元，服务类业务 2083 亿，海外业务 156 亿日元。

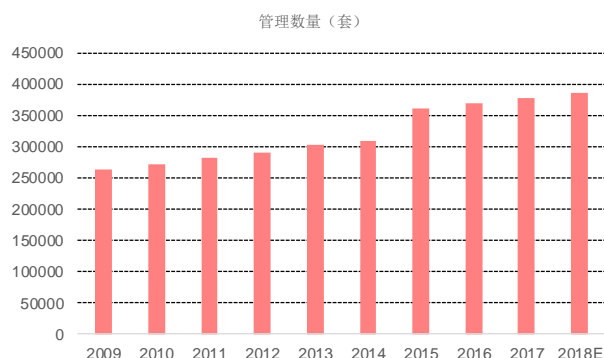
公司的物业管理板块归属于服务类业务。截止 2018 年 3 月，公司管理的公寓套数总计达 37.6 万套，为日本管理面积及项目排名第一的物业管理公司。2017 年公司传统物业服务板块营收达 529 亿日元，净利润 29 亿日元，两者近 6 年的复合增长率分别达 4.13% 和 6.39%，高于同期日本 GDP 增速。此外，在人力成本较高的日本，公司传统物业服务的净利润率仍能维持在 5.48% 的合理水平。近年来公司营收水平和在管数量呈高度相关，物业费水平则略有下降，目前维持在 170 日元/平方米/月。物业费的稳定与日本较低的通货膨胀率和稳定的人均可支配收入不无关系。

图表52：长谷工营业收入结构（亿日元）



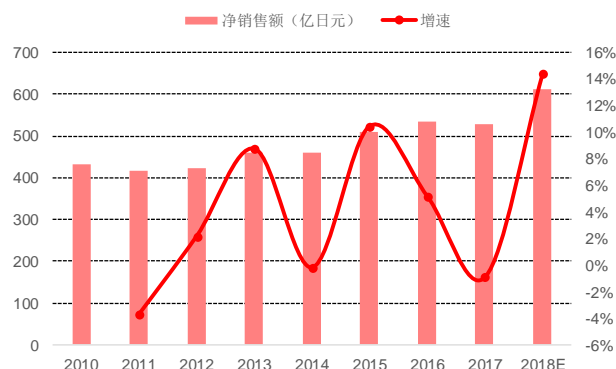
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表53：管理公寓套数（套）



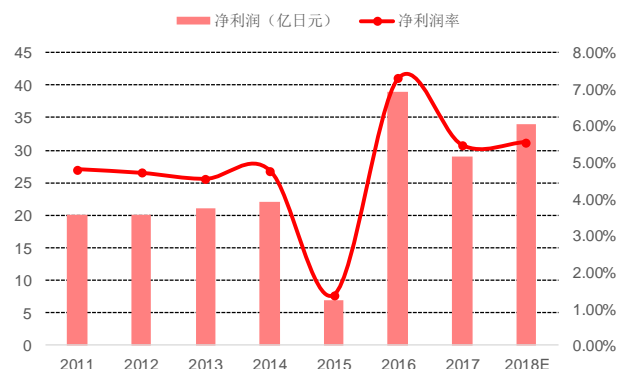
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表54： 物业管理营收（亿日元）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

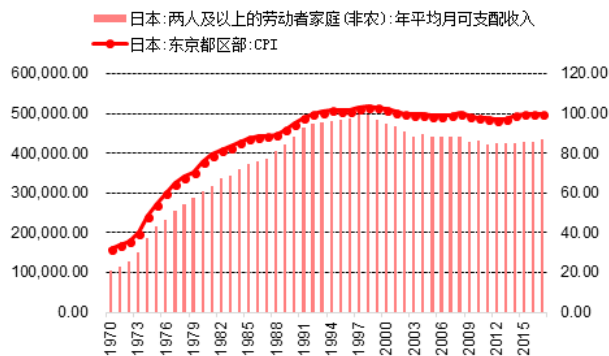
图表55： 公司物业管理净利润及净利润率（亿日元）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

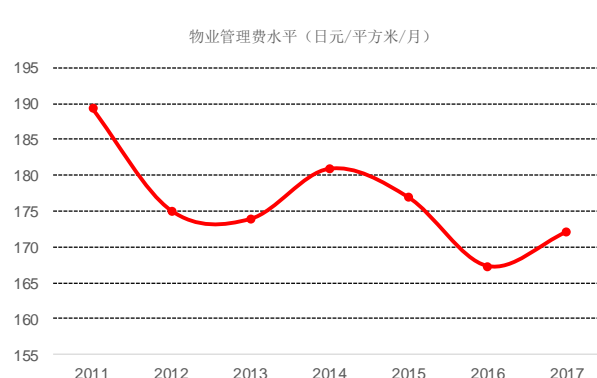
公司 2017 年管理公寓的数量为 37.6 万间，员工总人数为 1027 人，按照 70 平方米一间公寓计算，人均在管面积达 2.64 万平方米，远超我国平均的人均在管面积 0.6 万平方米水平，一方面是源于日本大楼通常配有门锁安保系统，另一方面也源于公司在科技化和智能化的设备投入减轻了对人力的依赖。近年来公司加大了信息化投入，人均在管面积呈稳步上升的趋势。

图表56： 日本 CPI 和可支配收入（日元）



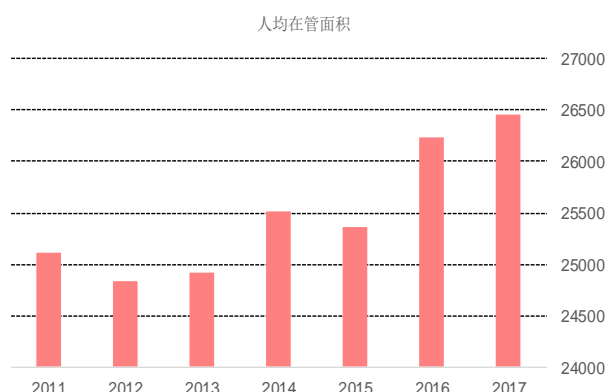
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表57： 物业费走势（日元/平方米/月）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表58： 人均在管面积（平方米）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表59： 监控中心

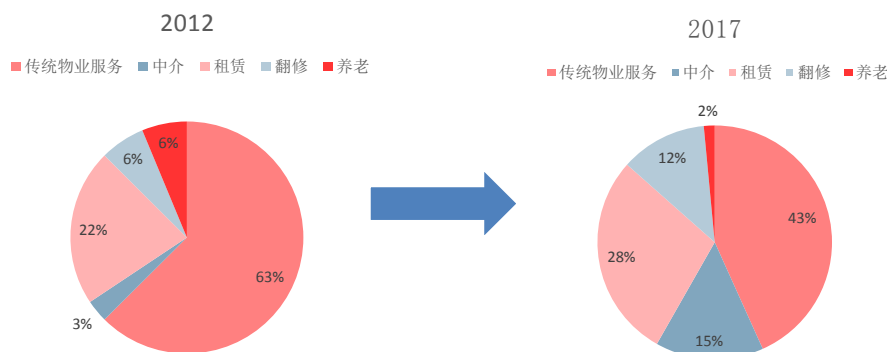


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

增值服务：围绕房产进行全方位的价值附加服务

除了单纯的物业服务，日本长谷工集团在地产相关服务领域的拓展值得借鉴。首先，公司增值服务主要围绕房地产为主，可以有效利用业务协同优势，例如房屋中介、租赁以及翻修业务，借助物业服务的端口优势，精准把握用户需求。其次，从 2012 年开始，公司的增值业务的规模和业绩贡献大幅增长，尤其是房屋中介业务从 2012 年的 1 亿日元大幅增加至 2017 年的 10 亿日元，其他诸如租赁、翻修及养老业务 2017 年净利润达 28 亿日元，增值业务的业绩贡献已经超过传统的物业服务板块。

图表60： 传统物业服务与增值业务净利润占比变动



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

房屋中介

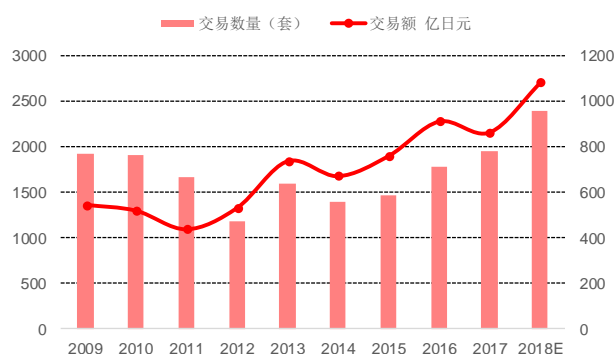
公司 2013 年整合了集团内部资源后，成立 Real Estate Inc 公司来负责各种房产业态的中介业务。2013 年之后每年房屋交易数量和交易金额逐年递增，2017 财年房屋中介业务的交易金额达 862 亿日元，成交 1952 套。公司中介业务营收从 2013 年的 44 亿日元增长到 2017 年的 182 亿日元，年均复合增长率高达 32.8%。净利润和净利润率稳健提高，净利润从 2013 年的 1 亿日元快速增长到 2017 的 10 亿日元，2017 年净利润率水平为 5.5%。

图表61： 房屋中介



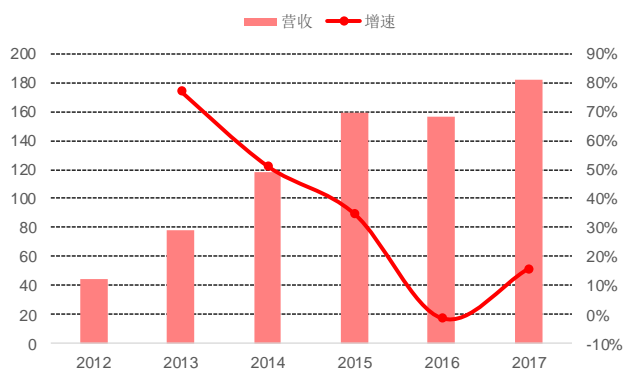
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表62： 每年交易数量和交易额（亿日元）



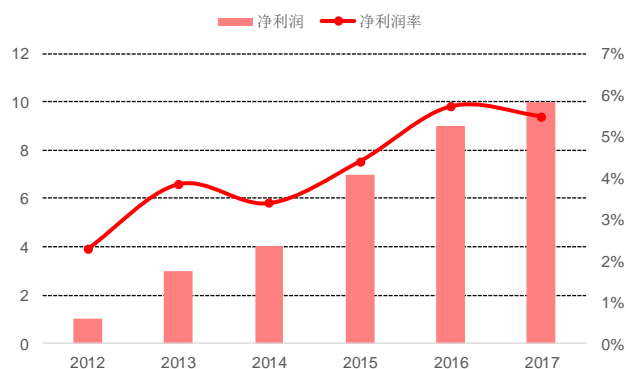
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表63： 中介服务营收及增速（亿日元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表64： 中介服务净利润及净利润率（亿日元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

住房租赁

公司租赁业务主要分为三部分，第一部分即公司作为二房东将物业整租，然后转租赚取中间差价，这部分的规模 1 万间；第二部分为运营租赁性住房，公司从房屋建设初期就介入，扮演管理者的角色，这部分规模占据主导，约 8 万间；第三部分为外部委托，约 6 万间，公司通过提供代理出租、代收转付租金等代管服务收取管理服务费。

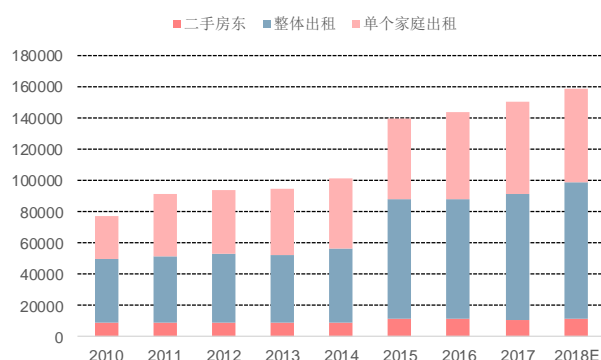
公司租赁住房规模 2018 年 3 月达 14.4 万间，近 7 年年复合增长率约 10%。2017 年营业收入达 330 亿日元，净利润 19 亿日元，相较 2010 年分别增长 48.7%和 38.9%，净利润率近年来稳定在 5%-6%。2016 年公司并表了 Sohgo Real estate 公司，营收和净利润有了大幅度增长。

图表65： 公司租赁住房业务



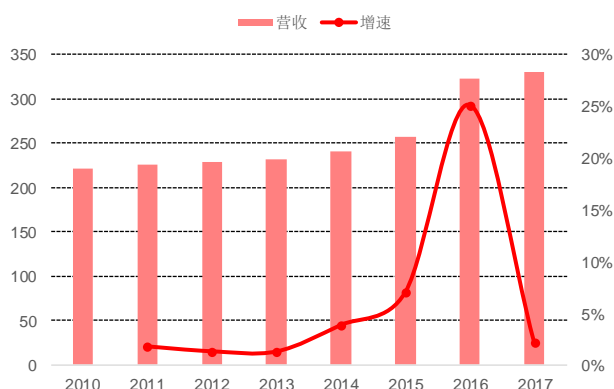
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表66： 租赁规模（间）



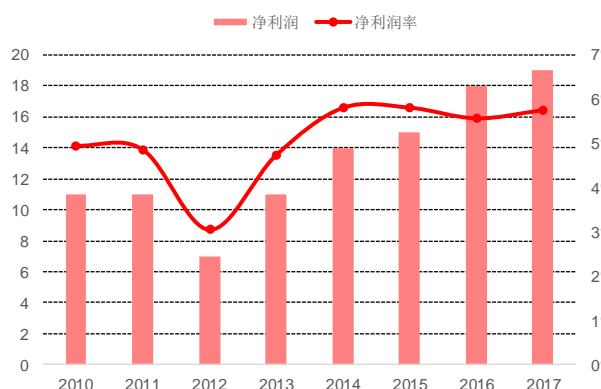
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表67： 营收及增速（亿日元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表68： 净利润及净利润率（亿日元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

房屋维修

在日本的 600 多万套公寓中，约有 150 万套房龄超过 30 年，无论是外部形象还是内部结构都需要进行一定的整理和修缮。通过物业服务，公司和公寓楼建立了较为长期的关系，公司能够更为清晰的把握业主的需求和痛点，也熟知公寓大楼维修中需要注意的事项，此外由于公司作为建筑公司，对于房屋的维修、翻新业务具有天然的优势，因此业务协同作用较为明显。

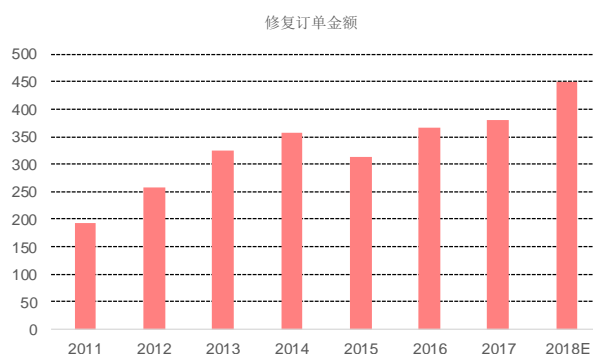
在过去的 20 年间，公司已经对 3700 栋建筑，约 50 万套公寓进行了翻修及维护工作。2017 年，房屋维修、翻新业务营业收入达到 356 亿日元，较 2012 年增长 58.2%，净利润为 8 亿日元，较 2012 年的 2 亿日元增长 4 倍，房屋翻修相较物业管理业务利润水平较低。

图表69： 翻修及维护公寓



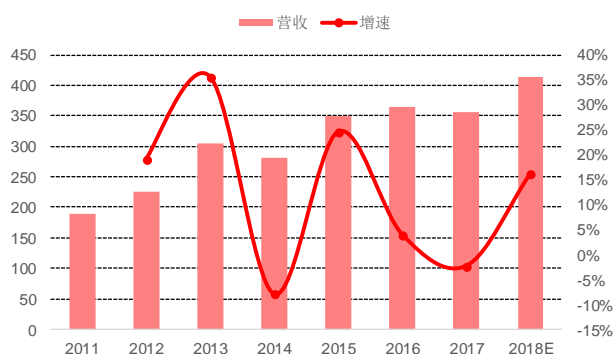
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表70： 修复订单金额逐年递增（亿日元）



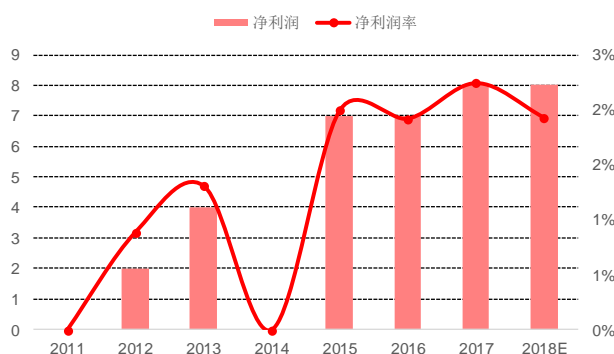
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表71： 翻修板块营收和增速（亿日元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

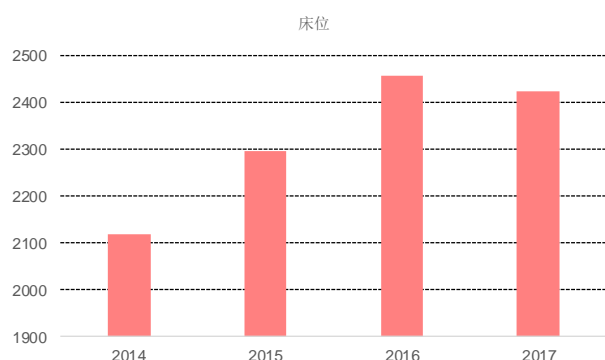
图表72： 翻修板块净利润和净利润率（亿日元）



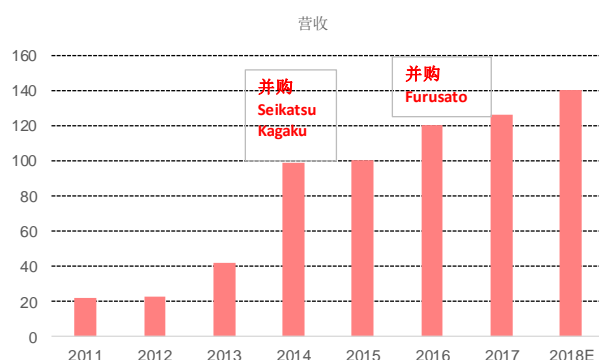
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

养老服务

公司在1989月开始运营 century life Co., Inc, 是一家为老年人提供医疗服务的养老院, 2013年并购了 Seikatsu Kagaku Un-Ei Co., Ltd, 其在东京地区运营 31 家养老机构, 约有 2000 个房间, 2016 年 6 月并购了 Furusato, 提供日常服务和短期看护, 公司在养老方面业务进一步扩大。公司在养老板块 2017 年的营收约 126 亿日元, 净利润平均为 1 亿日元, 业务仍属于探索阶段。

图表73： 床位数量（个）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表74： 养老板块营业收入（亿日元）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

上市物业管理公司财务指标及估值思考

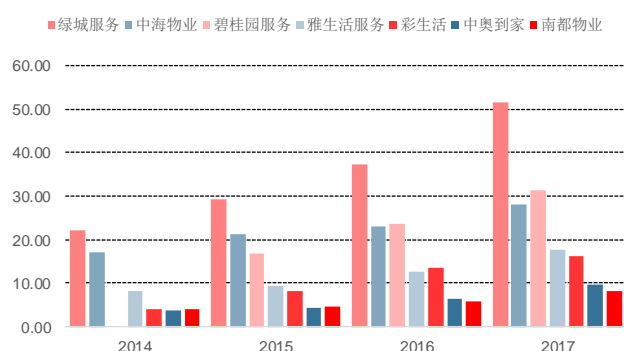
重点物业管理公司财务指标比较

营收及利润：逐步形成梯队

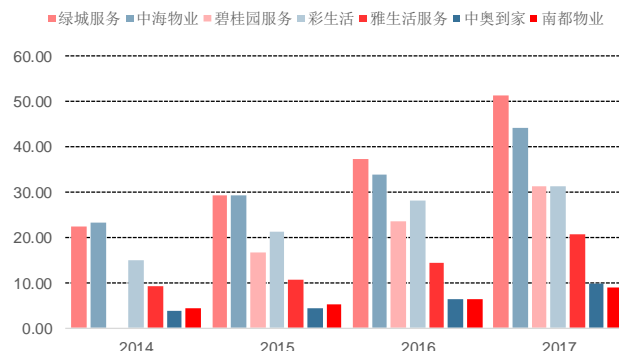
在未按照包干制和酬金制调整成统一口径前，绿城服务的总体营收最高达 51.42 亿，碧桂园服务次之为 31.23 亿元，中海物业、雅生活、彩生活以及中奥到家的营收分别为 28.09 亿、17.63 亿、16.29 亿和 9.78 亿，A 股上市的南都物业为 8.20 亿。

由于彩生活和中海物业酬金制下的物业费占比较高，雅生活近年来酬金制占比也逐渐提高，因此按照“调整后营业收入=原营业收入-酬金制收入+酬金制收入/10%”的计算公式调整为包干制下的统一口径。由于绿城服务、碧桂园服务和中奥到家以包干制为主，因此营业收入不变，而彩生活、中海物业、雅生活、南都物业的营业收入分别为 31.12 亿、44.17 亿、20.67 亿和 8.87 亿元。

通过对比发现，房企营业近年来收入呈现更加明显的梯队，绿城服务营收稳健增长，连续 3 年保持第一。碧桂园服务后来居上，2016 年调整前营收已经超过中海物业位居第二，彩生活 2017 年营收收入增速有所放缓。雅生活上市之后营业收入快速提高，未来具有持续潜力，中奥到家和南都物业的营收规模具备提升潜力。

图表75： 原营业收入（亿元）


资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

图表76： 调整后的营业收入（亿元）


资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

净利润方面，2017 年主要上市公司归母净利润同比出现加速上升的趋势。绿城服务、雅生活、中海物业、中奥到家以及南都物业主要依靠物业服务的大幅增长带动净利润快速增加，而彩生活的增值业务则开花结果，其营业利润已经占据约 40%，对净利润贡献显著增加，雅生活归母净利润几乎翻倍式的增长。接近 3 年复合增长率来看，最高的分别为雅生活、南都物业和中海物业。

图表77： 业绩复合增速（亿元）

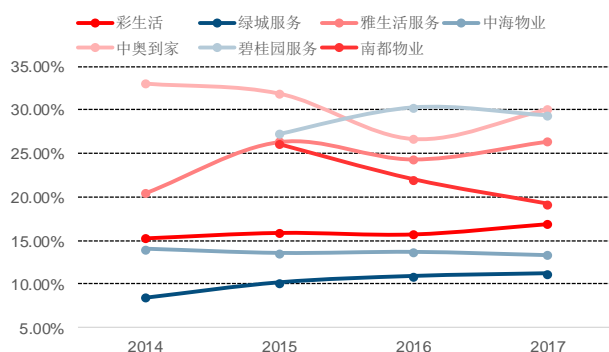
归母净利润	2014	2015	2016	2017	近三年 CAGR
彩生活	1.46	1.68	1.88	3.21	30%
绿城服务	1.49	1.98	2.86	3.87	38%
雅生活服务	0.42	0.65	1.61	2.9	91%
中海物业	0.77	0.98	2.02	2.56	47%
中奥到家	0.56	0.11	-0.06	0.91	17%
碧桂园服务		2.2	3.24	4.02	35%
南都物业		0.22	0.63	0.75	84%

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

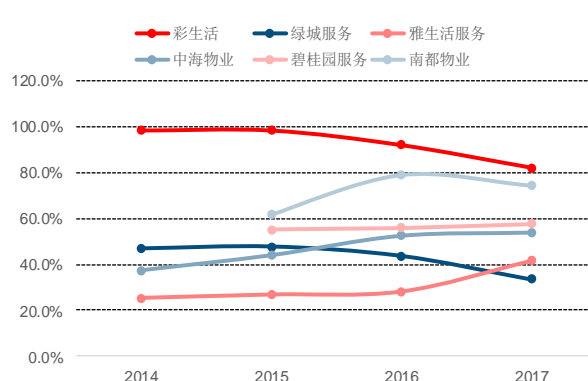
盈利质量：整体保持稳中有升

毛利率方面，经过调整后，中奥到家物业管理部分和碧桂园服务基本持平，都为 30% 左右。雅生活服务毛利率为 24.1%，三者显著高于其他公司。南都物业、彩生活、中海物业、绿城服务的物业管理部分的毛利率分别为 19.2%、16.9%、13.4% 以及 11.2%。除新上市的碧桂园物业和南都物业外，其他 5 家公司近年来毛利率都保持稳中有升的趋势。

增值服务板块方面，每家上市公司披露口径略有不同，主要内容是提升在管物业的业主和住户的小区生活体验并实现其物业保值增值。其中彩生活和南都物业的增值服务毛利率高达 70% 以上，高于行业平均水平，碧桂园服务和中海物业的增值服务毛利率约 55% 左右，雅生活上市之后加大了增值服务布局，因此毛利率稳中有升至目前的 42%，绿城服务由于继续开拓资产管理方面以及文化教育方面业务，前期投入上升导致摊薄了毛利率，毛利率下降至 33.5%。

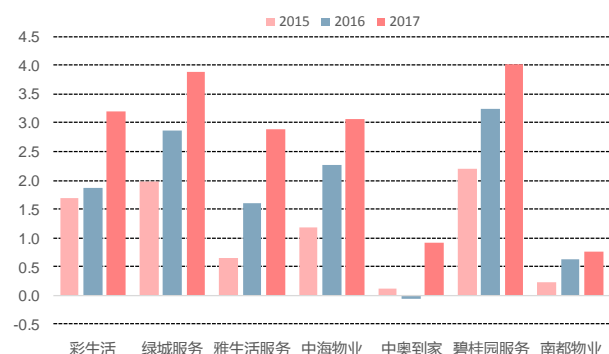
图表78： 经调整的物业服务毛利率


资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

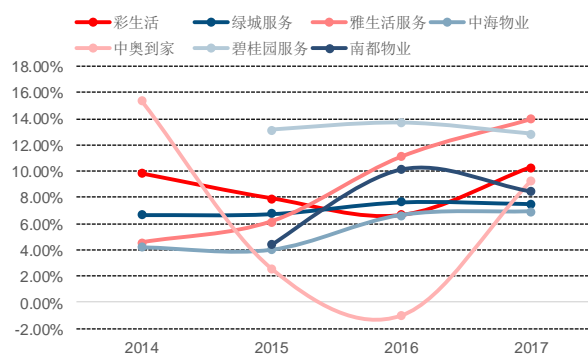
图表79： 业主增值服务毛利率


资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

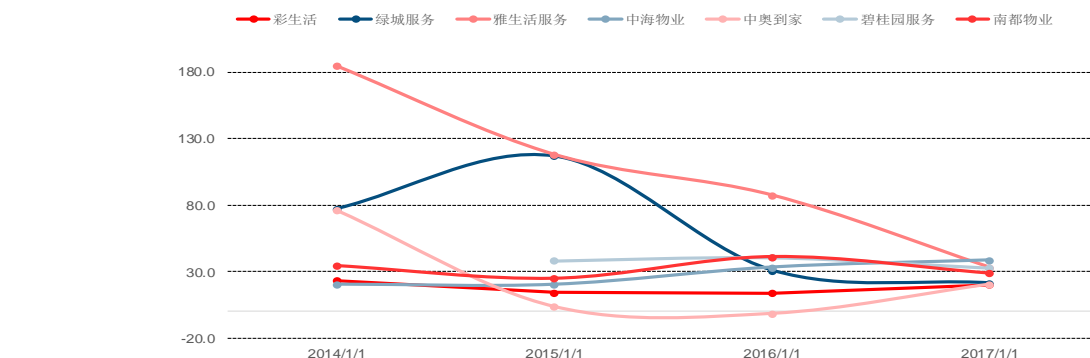
归母净利润率方面，在物业收入调整至包干制后，绿城服务和中海物业的归母净利润率维持稳定，分别为 7.54% 和 6.95%。彩生活、雅生活以及中奥到家的净利润率则持续改善，雅生活 2017 年以 14.02% 的净利润率位居第一，碧桂园服务近年来净利润率也一直维持在 14% 左右的高位。南都物业 2016 年净利润率达到高点 10.12%，之后 2017 年小幅下降至 8.44%。

图表80： 净利润对比（亿元）


资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

图表81： 经调整的净利润率


资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

图表82： ROE 对比


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表83： 未经调整的核心财务指标（%）

ROE	上市物业公司	2014A	2015A	2016A	2017A
1778.hk	彩生活	23.3	14.45	13.82	20.17
2869.hk	绿城服务	77.33	116.79	30.85	21.31
3319.hk	雅生活服务	184.67	118.09	87.53	33.08
2669.hk	中海物业	20.29	20.24	33.32	38.72
1538.hk	中奥到家	75.97	3.66	-1.44	20.62
6098.hk	碧桂园服务		38.19	40.61	32.92
603506.sh	南都物业	34.35	24.97	41.14	28.79
ROA					
1778.hk	彩生活	13.91	7.8	5.57	7.39
2869.hk	绿城服务	13.17	13.44	11.5	10.38
3319.hk	雅生活服务	2.59	4.54	10.19	13.14
2669.hk	中海物业	5.31	5.7	9.56	10.01
1538.hk	中奥到家	23.51	2.2	-0.7	7.75
6098.hk	碧桂园服务		15.37	16.62	13.52
603506.sh	南都物业		6.67	13.79	10.82
净利润率					
1778.hk	彩生活	38.61	22.04	16.08	21.51
2869.hk	绿城服务	6.78	6.93	7.91	7.62
3319.hk	雅生活服务	5.63	7.69	13.53	17.03
2669.hk	中海物业	4.48	4.6	8.82	9.02
1538.hk	中奥到家	15.48	2.53	-0.53	10.13
6098.hk	碧桂园服务		13.18	14.94	14.1
603506.sh	南都物业	8.06	4.69	10.9	9.2
权益乘数					
1778.hk	彩生活	1.67	1.85	2.48	2.73
2869.hk	绿城服务	5.87	8.69	2.68	2.05
3319.hk	雅生活服务	71.26	25.99	8.59	2.52
2669.hk	中海物业	3.82	3.55	3.49	3.87
1538.hk	中奥到家	3.23	1.66	2.04	2.66
6098.hk	碧桂园服务		2.48	2.44	2.44
603506.sh	南都物业	3.09	3.75	2.98	2.66
资产负债率					
1778.hk	彩生活	32.03	52.16	61.9	60.8
2869.hk	绿城服务	83.32	90.93	47.46	51.89
3319.hk	雅生活服务	98.07	91.79	84.02	41.29
2669.hk	中海物业	72.89	70.89	71.66	75.79
1538.hk	中奥到家	65.73	29.42	59.13	55.78

6098.hk	碧桂园服务		59.75	56.1	55.65
603506.sh	南都物业	66.65	79.55	58.72	64.89
资产周转率					
1778.hk	彩生活	0.37	0.38	0.4	0.38
2869.hk	绿城服务	1.95	1.99	1.5	1.38
3319.hk	雅生活服务	0	0.66	0.79	0.8
2669.hk	中海物业	1.18	1.24	1.08	1.11
1538.hk	中奥到家	1.52	0.85	0.7	0.84
6098.hk	碧桂园服务			1.21	1.05
603506.sh	南都物业		1.35	1.24	1.18

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

估值思考：轻资产叠加高成长构筑高估值基础

关于物业管理行业估值的问题，物业服务公司属于轻资产行业，拥有稳定的现金流，理应拥有比重资产开发更高的估值。我们将经营活动现金流与资本性支出的差额作为自由现金流的近似，可以发现物业公司现金流情况非常稳定，比如碧桂园服务的自由现金流甚至 2 倍于归母净利润规模。我们使用自由现金流二阶段模型进行敏感性测试，根据短期高速增长率和要求回报率的不同进行了假设，我们认为物业管理行业 PE 的估值中枢在 20-30 倍上下具有支撑。

图表84： 归母净利润和自由现金流比较（亿元）

上市物业公司	2016 归母净利润	2016 自由现金流	2017 归母净利润	2017 自由现金流
彩生活	1.88	2.57	3.21	0.40
绿城服务	2.86	3.10	3.87	4.10
雅生活服务	1.61	3.30	2.90	2.57
中海物业	2.02	3.87	2.56	4.18
中奥到家	-0.06	0.57	0.91	1.24
碧桂园服务	3.24	9.77	4.02	8.26
南都物业	0.63	0.60	0.75	1.19

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表85： 估值敏感性测试

		高速增长阶段增长率					
		25%	30%	35%	40%	45%	50%
要	12%	16.3	17.4	18.6	19.7	20.8	21.9
求	11%	18.4	19.6	20.9	22.1	23.4	24.6
回	10%	21.0	22.4	23.9	25.3	26.7	28.1
报	9%	24.5	26.2	27.8	29.5	31.2	32.8
率	8%	29.4	31.4	33.4	35.4	37.4	39.4

资料来源: 中信建投证券研究发展部

注: 假设: 高速增长时间为4 年, 永续增长率为3%

板块机会：四元变量叠加短期催化带来板块快速成长机遇

我们认为中长期来看，物业服务板块的 4 个主要变量叠加共振，行业将会迎来广阔的发展机遇，其中：1、在管面积快速增长确定性强；2、物业费用提升空间有潜力；3、成本管控有效降低人力依赖；4、增值服务非线性增长的想象空间。短期内，中报业绩的披露和港股通纳入机会有望成为行业和个股的催化剂，同时收并购之后的并表也将起到增厚 EPS 的作用。基于以上 4 要素的分析，我们建议关注：1、具备资源禀赋以及内生扩张能力带来的确定性增长的企业，如碧桂园服务、雅生活服务以及绿城服务等。2、增值服务方面具备突破空间的社区服务运营商，如彩生活等。

图表86：一张表看懂上市物业公司关键指标

运营数据	彩生活	绿城服务	雅生活	中海物业	中奥到家	碧桂园服务	南都物业
管理面积（百万方）	307.90	137.80	78.34	128.30	66.70	122.76	38.83
近 4 年 CAGR	24.38%	27.88%	47.46%	31.52%	28.55%	32.61%	19.64%
酬金制面积（百万方）	221.00	/	8.90	/	/	0.40	/
包干制面积（百万方）	55.20	/	44.20	/	/	122.40	/
顾问面积（百万方）	31.70	/	23.10	/	/	/	/
进入城市数量（个）	222	120	69	73	43	240	20-40
总用工数（名）	38911	20639	12192	30014	7300	23961	5900
百万平米用工数	89	150	156	234	109	195	152
平均管理费(住宅)（元/平方米/月）	1.38	3.11	3.01	3.04	1.81	1.7-1.8	1.97
财务数据							
2017 营收（亿元）	16.29	51.42	17.63	28.09	9.80	31.23	8.20
近 3 年 CAGR	61%	33%	29%	16%	39%	37%	30%
传统物业营收（亿元）	12.31	35.60	12.06	25.13	9.11	25.45	7.65
业主增值服务营收（亿元）	2.77	9.00	1.02	2.14	0.23	2.42	0.53
总体毛利率	44.90%	18.41%	33.54%	23.90%	30.40%	33.17%	24.40%
毛利（亿元）	7.31	9.46	5.91	6.52	2.97	10.36	2.00
销售行政分销开支（亿元）	2.36	4.38	2.02	3.51	1.22	4.69	1.01
销售行政成本占毛利润	32.30%	46.33%	34.31%	53.83%	40.94%	45.27%	50.50%
归母净利（亿元）	3.21	3.87	2.90	2.56	0.91	4.02	0.75
自由现金流（亿元）	1.49	4.10	2.57	4.18	1.24	8.26	1.19
估值							
PE (TTM)	23.6	38.4	29.1	25.7	8.5	62.3	31.2
2018PE	15.2	29.9	23.1	19.3	/	41.2	26.2
PS	4.7	3.0	8.5	2.4	0.8	8.2	3.0
P/FCF0	51.3	37.3	58.6	16.1	6.4	31.1	20.7

资料来源：中信建投证券研究发展部

备注 1：港币汇率按照 1:0.85 计算；备注 2：中海增值服务包括工程保养维修服务和社区租赁服务，故分布没有列出明细；

备注 3：彩生活 2017 年自由现金流大幅减少，为了剔除异常值，采取 2016-2017 年两年自有现金流均值计算

分析师介绍

陈慎：上海财经大学经济学学士，英国纽卡斯尔大学金融学硕士，6 年房地产研究经验，2013 年加入中信建投房地产研究团队，所在团队获 2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名，2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

报告贡献人

高庆勇 15021664595 gaoqingyong@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师惠 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859