

2021 年 07 月 12 日

看好**相关研究**

"降准缓解行业资金压力，首創置業拟溢价私有化 - 房地产行业周报 (2021/7/3-2021/7/9)" 2021 年 7 月 11 日

"住宅开发业绩平稳，物业管理持续高增 - 房地产行业 2021H1 业绩前瞻" 2021 年 7 月 11 日

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com

联系人

邓力
(8621)23297818×转
dengli@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

准公服、消费、资管，三大价值再认识

——物业管理行业系列报告之一：物管本质的讨论

本期投资提示：

- **物管本质：三大属性叠加、形成四方共赢，奠定广阔空间。**过去，物业管理行业的定位更多是地产后端的服务角色，服务局限于四保等基础服务，市场对其关注度较低、行业也谈不上增速和估值高低。但过去 5 年中，我们能感受到物业管理行业正在发生变化：一方面，物业管理行业提供的服务品质、服务内容、服务边界正在发生改变；另一方面，2016 年开始物管企业陆续上市，并呈现出持续的高成长性以及高估值。我们认为，我国物业管理行业正迈向更为广阔的定义，我国物业管理行业同时兼具了准公共服务、消费、资产管理三大属性，并且同时兼顾政府、居民和业主等三大主体的利益，形成政府、居民、业主、物管四方共赢的局面，这种合作共赢的格局也将奠定行业更大的发展空间。
- **准公服属性：赋予行业未来持续政策支持和管理边界扩围。**我们认为，物管行业具备准公服属性，并能帮助政府保持社会稳定。近几年，政府对于物管行业处于二次认识阶段，新冠疫情等突发事件中物管成为政府有力抓手、后勤服务社会化推进中有效分担政府工作。物管企业可以发挥政府派出机构的职能，利用其网格化管理能力，帮助政府保持社会稳定。政府有需求、物企有能力，两者形成协同互补关系，一定程度上形成物管和政府的利益一致化。准公服属性意味着：1) 物管有助于保持社会稳定，未来有望获得持续的政策支持，行业发展速度将进一步加快；2) 物管的业务领域有望扩张到城市服务界面，行业的管理边界扩围，由围墙内走向围墙外，城市服务等将获得更大成长空间。
- **消费属性：赋予行业未来持续成长性和增值服务需求释放。**我们认为，物管行业具备消费属性，并能帮助居民获得品质生活。我国目前仍处于物管消费的初级阶段，我国 2020 年物业费/人均收入比仅 2.8%，相比美国、韩国、日本、新加坡平均占比 10.7%，仍具有较大提升空间。随着我国人均可支配收入提升、受高等教育人口占比提升和中产阶级占比提升，社会需求将从基础性消费向升级性消费转变，居民有能力和有诉求追求更加优质的物管服务品质，由此带动物管升级消费需求的释放，并推动行业迈入新的增长阶段。消费属性意味着：1) 物管行业持续的成长性，预计优质物企或能长期持续地跑赢通胀；2) 消费升级将推动物管增值服务需求不断释放，物管企业的盈利模式将进一步升级。
- **资管属性：赋予行业未来物业费提价和收费模式的拓展。**我们认为，物管行业具备资管属性，并能帮助业主实现资产增值。我国物管行业的资管（AM）服务仍处于初级阶段，我国 2020 年物业费/房价比仅 0.12%，对比美国、韩国、日本平均占比 1.1%，仍具有较大提升空间。目前我国资产积累已经初具规模，高品质物管将赋予资产溢价，业主对于资产管理保值增值的需求也将显著增加。资管属性意味着：1) 考虑到我国目前物业费/房价比较低，预计我国未来物管资管业务收入有较大提升空间，包括物业费提升；2) 物管的收费计价模式也或将相应改变，原先由物管服务数量作为物业费计价基准或将逐步演变为由代表资产价值的 AUM 作为物业费计价基准，行业绝对空间将进一步打开。
- **投资建议：准公服、消费、资管，三大价值再认识，维持“看好”评级。**我们认为，我国物业管理行业同时兼具了准公共服务、消费、资产管理三大属性，并且同时兼顾政府、居民和业主等三大主体的利益，形成政府、居民、业主、物管四方共赢的局面，这种合作共赢的格局也将奠定行业更大的发展空间。对比海外，我国物业管理行业拥有空间巨大、围墙属性、集中度继承三大独有特色。目前物管板块平均估值对应 2021/2022PE 为 27/20X，我们维持物业管理行业“看好”评级，推荐：碧桂园服务、融创服务、绿城服务、永升生活服务、宝龙商业、中海物业，建议关注：华润万象、新大正、新城悦服务等。
- **风险提示：行业人工成本上行超预期，行业增值服务探索不及预期。**

投资案件

结论和投资建议

我们认为，我国物业管理行业同时兼具了准公共服务、消费、资产管理三大属性，并且同时兼顾政府、居民和业主等三大主体的利益，形成政府、居民、业主、物管四方共赢的局面，这种合作共赢的格局也将奠定行业更大的发展空间。对比海外，我国物业管理行业拥有空间巨大、围墙属性、集中度继承三大独有特色。目前物管板块平均估值对应 2021/2022PE 为 27/20X，我们维持物业管理行业“看好”评级，推荐：碧桂园服务、融创服务、绿城服务、永升生活服务、宝龙商业、中海物业，建议关注：华润万象、新大正、新城悦服务等。

原因及逻辑

我们认为，我国物业管理行业正迈向更为广阔的定义，我国物业管理行业同时兼具了准公共服务、消费、资产管理三大属性，并且同时兼顾政府、居民和业主等三大主体的利益，形成政府、居民、业主、物管四方共赢的局面，这种合作共赢的格局也将奠定行业更大的发展空间。

1) 准公服属性：物业管理行业具备准公服属性，并能帮助政府保持社会稳定，其赋予行业未来持续的政策支持以及更广阔的管理边界；

2) 消费属性：物业管理行业具备消费属性，并能帮助居民获得品质生活，其赋予行业未来持续的成长性以及增值服务需求的释放；

3) 资管属性：物业管理行业具备资管属性，并能帮助业主实现资产增值，其赋予行业未来物业费的提价以及收费模式的拓展。

有别于大众的认识

大众认为，过去 5 年中，物业管理行业所经历的巨大变化，更多在于量的变化，但似乎并不能解释这种变化背后的原因以及潜在的价值，而我们认为，物业管理的变化更多将聚焦在于质的变化，我们从物业管理行业本质的角度去讨论行业价值和未来空间。通过本文分析，我们认为，我国物业管理行业正迈向更新更为广阔的定义，我国物业管理行业同时兼具了准公共服务、消费、资产管理三大属性，并且同时兼顾政府、居民和业主等三大主体的利益，形成政府、居民、业主、物管四方共赢的局面，这种合作共赢的格局也将奠定行业更大的发展空间。

目录

前言	6
1. 准公服属性：准公服价值获政府认可，助政府保持社会稳定.....	7
1.1 准公服：准公服范畴+网格化管理，助政府保持社会稳定	7
1.2 住宅：突发事件中助力社会稳定，物管准公服属性凸显	9
1.3 非住宅：后勤服务社会化推进，扩围物管行业管理边界	13
1.4 小结：准公服属性赋予持续政策支持和管理边界扩围	15
2. 消费属性：品质物管需求释放，独有特色助力增值服务延伸.....	16
2.1 消费：基础消费+升级消费，促居民提升生活质量	16
2.2 基础消费：物业费/人均收入较低，品质物管需求正释放	18
2.3 升级消费：消费升级背景下，物管迈入新增长阶段	21
2.4 小结：消费属性赋予持续成长性和增值服务需求释放	25
3. 资管属性：维护并提升资产价值，物管充当资产管理职能.....	26
3.1 资管：致力于物业增值保值，保业主资产价值最大化	26
3.2 增值保值：物业费占比房价较低，好物管赋予资产溢价	27
3.3 业务延伸：加强老旧小区改造，物企充当资管职能	28
3.4 小结：资管属性赋予物业费提价和收费模式拓展	31
4. 投资建议：准公服、消费、资管，三大价值再认识，维持“看好”评级...	32
5. 风险提示：行业人工成本上行超预期，行业增值服务探索不及预期	33

图表目录

图 1：物业管理行业的本质与价值	6
图 2：网格化管理相关政策	7
图 3：物业管理行业相关政策近期密集发布	8
图 4：住建部等十部委发布的《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》	9
图 5：主流物管公司在新冠肺炎疫情期间采取的相应措施	10
图 6：物业管理服务范围由传统基础服务向各领域延伸	13
图 7：城市服务类物业细分领域及代表项目	15
图 8：准公共服务属性总结	16
图 9：物业管理行业价值链及消费属性的特殊性	18
图 10：36 城年均住宅物业费/人均可支配收入	19
图 11：美国年均 HOA Fees/人均收入中位数	19
图 12：我国 36 城住宅物业费单价及同比	19
图 13：美国 HOA Fees 及同比	19
图 14：36 城物业费同比 vs. CPI 当月同比	20
图 15：美国 HOA Fees 及 CPI 同比	20
图 16：各国物业费/人均收入的横向对比	20
图 17：我国人口总量及年复合增速	21
图 18：我国城镇化率走势	21
图 19：我国各年龄段人口比例	22
图 20：我国受教育结构	22
图 21：全国居民人均可支配收入及同比	22
图 22：人均 GDP 超过 1 万美元开启商业地产快速发展期	23
图 23：我国中产阶级占比及消费支出大幅提升	23
图 24：GDP 第一、第二、第三产业占比	24
图 25：产业结构变化与消费升级对物管供需两端的影响	24
图 26：消费属性总结	25
图 27：海外物业管理的三种形态	26

图 28 : 36 城年均住宅物业费/房屋售价	27
图 29 : 美国年均 HOA Fees/房屋售价	27
图 30 : 各国物业费/各国房价	27
图 31 : 品质物管的小区/周边地方物管的小区 18-21 年房价涨幅 CAGR 对比. 28	
图 32 : 资管属性总结.....	31
表 1 : 疫情期间物管行业对于新冠肺炎疫情相关工作部署	10
表 2 : 疫情期间各地对物管行业的补助措施	12
表 3 : 我国后勤服务社会化相关政策	13
表 4 : 关于住房消费、社区服务业、物业管理等相关政策	16
表 5 : 中央有关老旧小区改造的相关政策	29
表 6 : 地方有关老旧小区改造的相关政策	29
表 7 : 主流 AH 上市物业管理企业估值情况	32

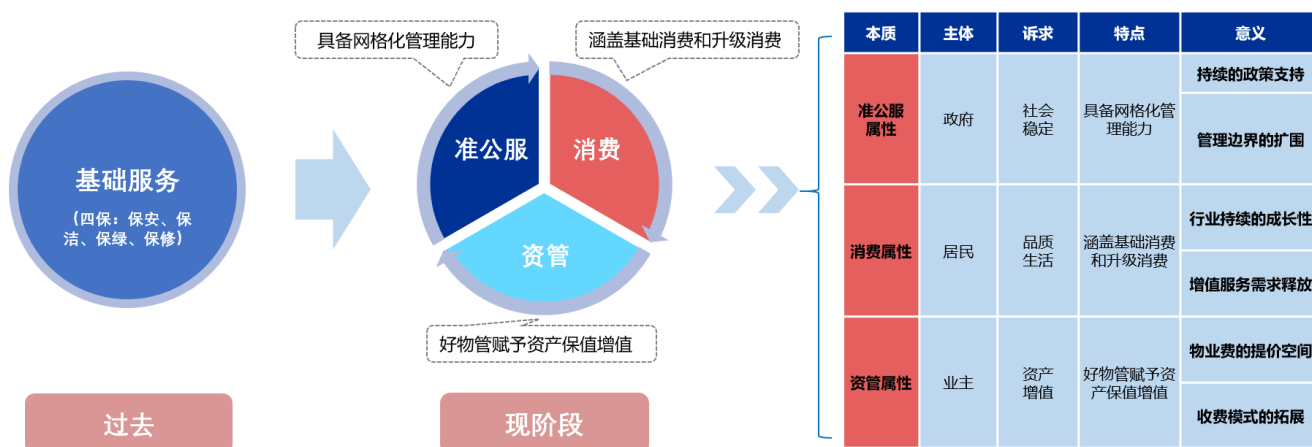
前言

回顾过去，我国物业管理行业的定位更多是房地产产业链后端的管理服务角色，服务内容也局限于保安、保洁、保绿、保修等基础服务，市场对其关注度较低、行业也谈不上增速和估值高低。但过去 5 年中，我们能感受到物业管理行业正在发生变化：一方面，随着我国人均可支配收入提升、受高等教育人口占比提升和中产阶级占比提升，物业管理行业提供的服务品质、服务内容、服务边界正在发生改变；另一方面，2016 年开始，随着物管企业陆续上市，物业管理行业以一种崭新的形象走进资本市场乃至社会的视野，并在过去几年中呈现出持续的高成长性以及高估值。

面对物业管理行业所经历的这种巨大变化 过去 5 年中市场更多的讨论在于量的变化，但似乎并不能解释这种变化背后的原因以及潜在的价值，因而我们本次报告将更多聚焦在于质的变化，从物业管理行业本质的角度去讨论行业价值和未来空间。通过本文分析，我们认为，我国物业管理行业正迈向更为广阔的定义，我国物业管理行业同时兼具了准公共服务（简称准公服）、消费、资产管理（简称资管）三大属性，并且同时兼顾政府、居民和业主等三大主体的利益，形成政府、居民、业主、物管四方共赢的局面，这种合作共赢的格局也将奠定行业更大的发展空间。

其中：1）准公服属性：物业管理行业具备准公服属性，并能帮助政府保持社会稳定，其赋予未来行业持续的政策支持以及更广阔的管理边界；2）消费属性：物业管理行业具备消费属性，并能帮助居民获得品质生活，其赋予未来行业持续的成长性以及增值服务需求的释放；3）资管属性：物业管理行业具备资管属性，并能帮助业主实现资产增值，其赋予未来行业物业费的提价以及收费模式的拓展。

图 1：物业管理行业的本质与价值



资料来源：申万宏源研究

1. 准公服属性：准公服价值获政府认可，助政府保持社会稳定

1.1 准公服：准公服范畴+网格化管理，助政府保持社会稳定

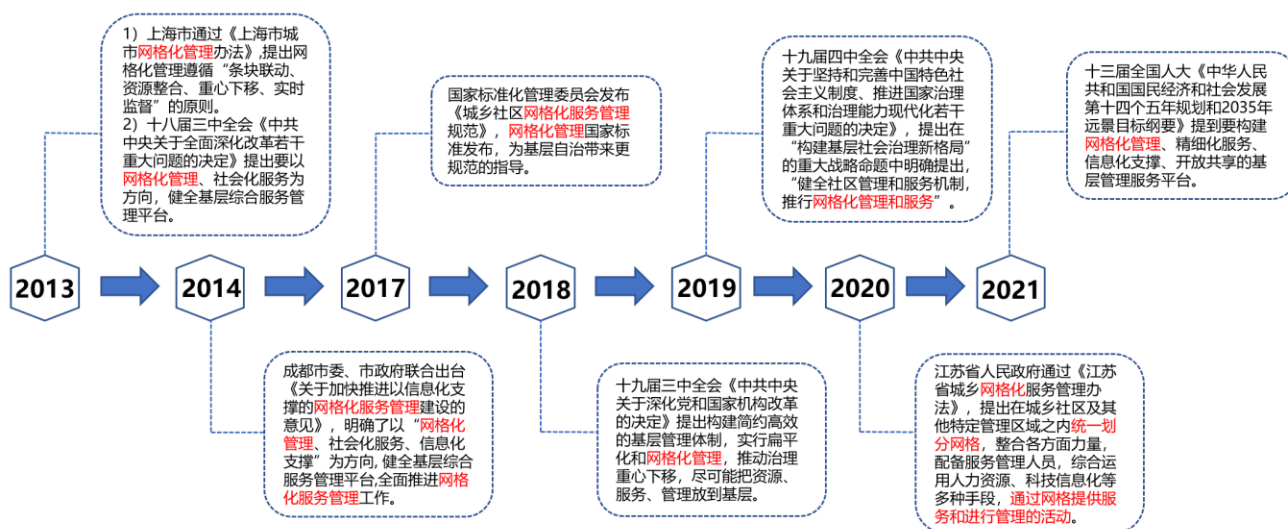
从定义来看，准公共服务（非基本公共服务）是公共事业型公共服务，是政府为了保证社会成员的生活质量和生活水平，通常以资本运作、专项投入、经费补贴、政府购买服务、奖励、优惠政策、产业政策、经济杠杆等手段措施，并通过社会化、市场化、企业化方式提供的，具有一定营利性的公共服务。我们认为，物业管理企业在住宅、办公、商业、学校、医院、城市服务等业态的物业管理服务也是在提升社会成员的生活质量和生活水平，因而一定程度上符合上述定义、并一定程度上也属于准公共服务的范畴。由此我们认为，物业管理行业具备准公共服务属性。

在准公服范畴这个观点基础上，我们进一步认为物业管理行业可以帮助政府保持社会稳定发展、并提升人民生活质量，而这源于物业管理行业具备“网格化管理”的能力。并基于这种“网格化管理”的能力，政府和物企将形成协同互补的合作关系：

1) 从政府角度来看，我国地广人多、区域差异大，政府保持全局化社会稳定和提升生活质量的服务体量很大、并且难度也很大，全局化的稳定和提升需要局部化的稳定和提升作为支撑，因而政府也亟需一种网格化管理的能力；

2) 从企业角度来看，物业管理行业通过围墙的管理边界（住宅的有形“围墙”和非住宅的无形“围墙”）而形成的网格化管理机制，可以发挥并充当政府的准派出机构的职能，按照网格化对于社会进行有效服务及高效管理，保持社会稳定和提升生活质量。

图 2：网格化管理相关政策



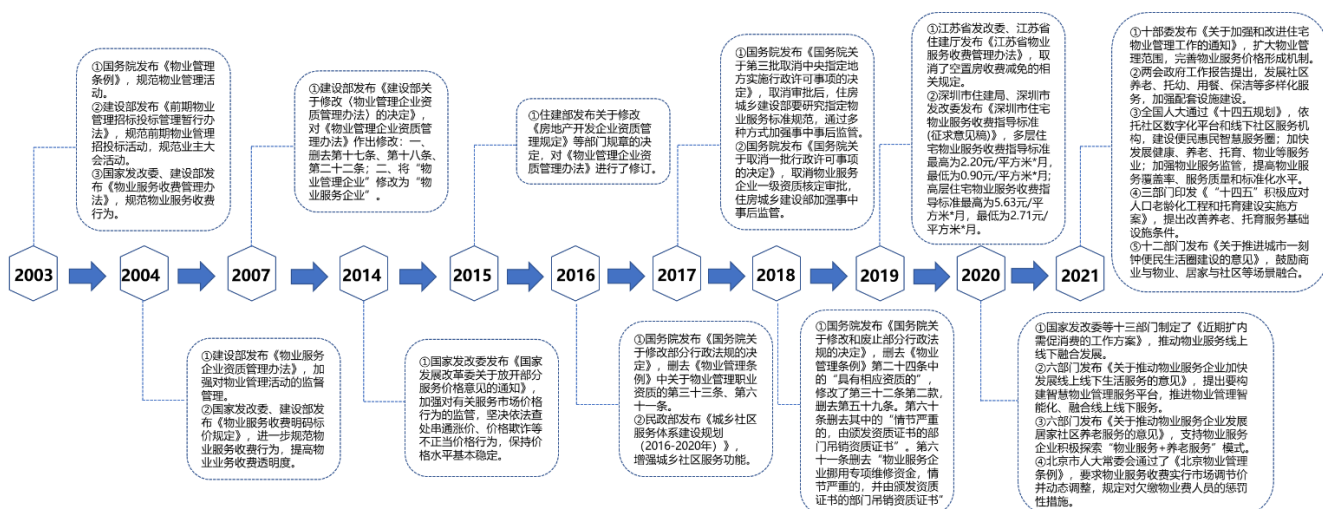
资料来源：各地政府网站，申万宏源研究

物业管理行业的准公共服务属性也在逐步推动政府和物企的关系的变化，政府有需求，物企有能力，近几年中两者形成了非常好的协同互补关系。也因此，近几年中物业管理行业的准公共服务属性逐步得到重视，并且过去几年中政府对于物业管理政策支持力度逐年加强，而在今年上半年政策支持力度更是进一步得到了显著加强。

2003 年，《物业管理条例》国务院令 379 号公布，成为物业管理行业的纲领性文件，标志物业管理的法制法规建设的完善。同年，国家发改委、建设部发布《物业服务收费管理办法》，规范物业服务收费行为。2017 年，国务院取消一批行政许可事项的决定，取消物业服务企业一级资质核定审批，住房城乡建设部加强事中事后监管。

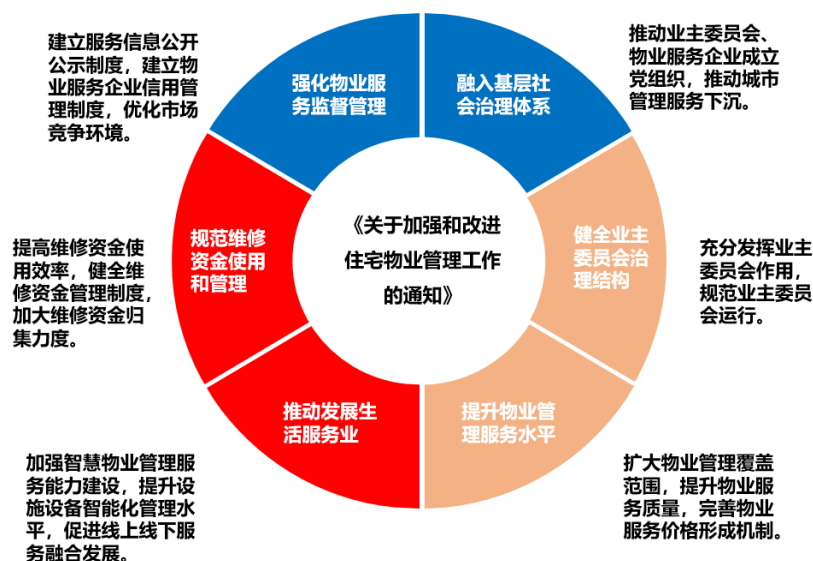
2021 年 1 月，十部委发布《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》，提出，坚持和加强党对物业管理工作的领导，推动业主委员会、物业服务企业成立党组织，扩大物业管理覆盖范围，完善物业服务价格形成机制，加强智慧物业管理服务能力建设，促进线上线下服务融合发展。2021 年 3 月，两会政府工作报告提出，发展社区养老、托幼、用餐、保洁等多样化服务，加强配套设施建设，表明物管行业发展符合国家政策导向。

图 3：物业管理行业相关政策近期密集发布



资料来源：国务院、建设部、住建部、发改委等，申万宏源研究

图 4：住建部等十部委发布的《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》



资料来源：住建部、发改委、银保监会等十部委，申万宏源研究

我们认为，近几年中，政府对于物业管理行业处于二次认识的阶段，从前几年的拆围墙到近两年重视围墙，物业管理行业的准公共服务的属性正逐步得到认识，物业管理企业可以发挥政府准派出机构的职能，利用其网格化管理能力，帮助政府保持社会稳定，并且这个作用也在逐步显现。由此，预计政府后续也会给予物业管理行业更多政策支持、以及更多服务领域，这将推动物业管理行业以更快的速度、向着更大的空间发展。

1.2 住宅：突发事件中助力社会稳定，物管准公服属性凸显

围墙内的准公共服务：住宅物管。物业管理在围墙内的准公服属性体现在住宅物管，相比海外大多社区形式的住宅，中国房地产市场形成了“小区”的独特形式，小区具有“围墙”属性。“围墙”属性赋予了物业管理公司网格化的管理能力，具备较强的执行力和专业性，一定程度上充当了准公共服务的职能，尤其在突发事件下，物管公司更加凸显出其公共服务的特性，成为政府的有力抓手。

2020年新冠疫情期间，物业管理企业积极部署防疫措施，在小区筑起专业的防疫屏障，全面守护业主的健康安全，为业主提供生活便利，获得了业主的高度认可。尤其，2020年武汉遭遇新冠疫情期间，武汉当地的物业管理企业积极部署防疫措施，也是武汉当时可以快速走出疫情的重要因素之一。

图 5：主流物管公司在新冠肺炎疫情期间采取的相应措施

疫情期间物管公司积极部署疫情防控

为了将病毒隔离在小区之外，小区进出口严格防控；卫生管理一级防范，重点区域增频消毒；配合政府防控安排，为业主提供便利。

融创服务

通过人工智能疫情客服机器人，为业主提供智能而有温度的疫情防控服务；为满足居家隔离客户多样化需求，提供代购配送、家居垃圾处理快递消毒等创新服务。

中海物业

迅速启动应急预案，发布一系列文件指引，开启全国上千个小区「战疫」行动，迅速落地封闭式小区管理、全覆盖高频次消毒、口罩定点回收并销毁、配置防护物资和入户安全排查等一系列防疫措施。

碧桂园服务

牵头编制了中国物业管理协会发布的TCPMI004《住宅物业管理区域新型冠状病毒肺炎疫情防控工作操作指引》，推出行业首个疫情防控指引，解决业主生活实际困难，提供生鲜配送、送货上门等服务。

雅生活服务

全力以赴做好小区「封闭式管理」，严密防控和人性化服务并举，严控园区出入口，全覆盖、多频次消杀重点区域，积极做好送物送菜上门服务。

恒大物业

积极配合基层政府，开展了有效的小区管理措施，杜绝了新冠疫情在公司管理小区的传播。公司也为员工进行了充分的防护物资准备和相关的培训，做到了物业管理服务人员零感染。

新城悦服务

公司成立了「好物研究院」加大了对不同物业业态的需求和疫情后业主、租户可能存在的潜在需求和服务方式的探索；积极参与到抗疫小区一线，配合政府基层治理工作，保障业主的生命安全，提供生活便利。

永生生活服务

疫情期间，紧急采取隔离户门前收垃圾，人工与鹰眼相结合防控疫情，落实废弃口罩专项垃圾分类处理等。

绿城服务

公司物业人员守卫着小区的安全，消杀、配送、同时积极配合政府进行疫情防控，获得了业主的认可和信赖。

合景悠活

当疫情来袭，约有12,000世茂服务人员自愿放弃假期，奋战在抗疫一线，累计超126万服务时长，守护全国近320万业主与用户安全。

世茂服务

资料来源：各公司年报、各公司路演推介材料，申万宏源研究

表 1：疫情期间物管行业对于新冠肺炎疫情相关工作部署

发布机构	日期	文件	措施
卫健委	2020/1/27	《关于加强新型冠状病毒感染的肺炎疫情社区防控工作的通知》	国家卫健委召开新闻发布会，就《关于加强新型冠状病毒感染的肺炎疫情社区防控工作的通知》进行介绍并答中外记者问，强调了社区防疫的作用举足轻重。
	2020/1/28	《关于全力做好物业管理区域新型冠状病毒肺炎疫情防控工作的倡议书》	提高政治站位，把疫情防控工作作为当前最重要的工作来抓、广泛发动群防群治，形成疫情防控的强大力量、进一步加强物业管理区域疫情防控措施等
中物协	2020/2/1	《物业管理区域新型冠状病毒肺炎疫情防控工作操作指引（试行）》	本操作指引共分为住宅、写字楼、产业园区、高校、医院五类物业业态。旨在指导和帮助全国物业服务企业全力做好物业管理区域新型冠状病毒肺炎疫情防控工作。
	2020/2/4	《物业服务企业在疫情防控中的法律风险防范指引》	本指引是在现行法律法规及相关规范性文件、法律实务基础之上的总结，仅供各物业服务企业决策参考。
北京住建委	2020/1/30	《关于物业服务企业做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》	明确将物业服务企业开展的各项疫情防控工作纳入社区防控体系，服从社区统一安排、统一调度指挥和培训指导，配合社区做好疫情防控各项工作。
上海物协	2020/2/2	《非居物业新型冠状病毒防控工作指南》	加强人员管理、消杀措施、物资管理等措施
深圳物协	2020/1/23	《关于做好物业管理区域新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作	加强卫生消杀工作、强化从业人员防护工作、协助社区做好联防联控、做好登记提醒工作

作的紧急通知》

	2020/2/3	《关于加强节后返深高峰期物业管理区域疫情防控工作的通知》	要求广大物业企业切实做好我市物业管理区域对疫情的防控工作，有效防止新型冠状病毒感染肺炎传播，切实保障社区居民和员工的身体健康和生命安全。
武汉物协	2020/1/22	《关于全力做好物业管理区域新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的紧急通知》	要求各物业企业提高安全防范意识、加强防控等
重庆物协	2020/2/4	《重庆市物业小区新型冠状病毒感染肺炎防控指导手册（第三版）》	普及新型冠状病毒感染的肺炎防控知识，提高物业服务企业项目员工、物业项目业主、使用人的防控意识。完善新型冠状病毒感染的肺炎疫情信息检测报告网络，做到早发现、早报告、早隔离、早治疗。建立快速反应机制，及时采取有效防控措施，预防和控制新型冠状病毒感染的肺炎在物业项目发生和蔓延。
河北省住建厅	2020/2/4	《河北省住宅物业管理区域新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控指南（试行）》	指南（试行）建议，对住宅物业管理区域实行封闭管理。做好重点共有部位的清洁消杀工作。疫情期间宜停止集中式中央空调的使用，并封闭内循环的风口，尽量采用直接开窗通风。
广东省住建厅	2020/2/4	《广东省物业管理区域新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作指引（试行）》	要求限制快递员、外卖员等进入物业管理区域，配送物品放于指定区域，同时区域内棋牌室、图书馆等人员聚集场所全部关闭，电梯、走廊等公共设施、场所需加强消毒。
广州住建局	2020/2/6	《关于进一步做好物业管理区域新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》	主动配合社区防控工作、加大公共区域消毒频次、加强人员车辆出入管理、做好员工自我防护、加强宣传引导、加强督促检查
芜湖物协	2020/2/7	《芜湖市物业管理协会致广大业主的一封信》	建议加强封闭管理、防疫宣传、全面消杀、立体防控、疫情筛查、物资供应
泉州市住建局	2020/2/7	《关于进一步规范物业行业新型冠状病毒感染的肺炎防控的通知》	要求各物业服务企业根据属地政府或指挥部发布的政策，采取对小区封闭管理、只保留一处小区出入口等限制措施，并对所有进出物业服务区域的人员测试体温，体表温度超 37.2 摄氏度的人员不得进入。
东莞住建局	2020/2/8	《东莞市物业小区疫情防控指引（试行）》	在保障消防安全的前提下，物业小区可临时封闭部分出入口或禁止外来人员和车辆进入，鼓励提供代收或暂存服务并限制外卖、快递等外来人员进入小区。未实行封闭式管理的，必须对来访人员和车辆进行登记，并需征得被访业主同意方可放行。

资料来源：各部门官网，申万宏源研究

2020 年疫情期间政府也给予了物业管理行业大力的支持，深圳市、杭州市、浙江省、陕西省、山东省、海南省、宁波市、河南省、成都市等各地方相继出台物业管理补助政策，加大对物业服务企业扶持力度，新冠疫情事件使得物管行业的价值让社会、政府重新认识，各地方政府进一步体会到物管行业作为抗击疫情一线的重要性。

我们认为，在 2020 年新冠疫情这个突发事件下，物业管理行业的网格化管理能力让政府有了更积极而深刻认识，也进一步提升了政府对物业管理行业的重视程度。

表 2：疫情期间各地对物管行业的补助措施

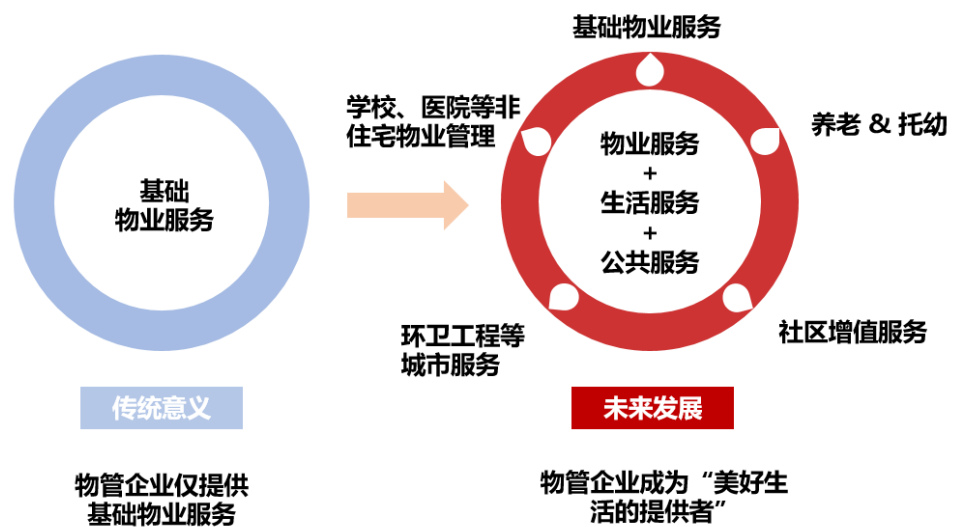
发布机构	日期	文件	相关内容
杭州西湖区疫情工作领导小组办公室	2020/2/7	《西湖区住宅小区物业服务企业新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作考核实施办法》	对物业服务企业实施防控绩效考核，对于项目考核结果为“优秀”的，按照该项目因防控工作而发生的经审核后的实际投入资金（人力、物力、财力）总额的 90%且不低于 10 万元进行补助。
深圳市政府	2020/2/8	《深圳市应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情支持企业共渡难关的若干措施》	各区政府（新区管委会、深汕特别合作区管委会）对辖区物业管理服务企业的疫情防控服务，按在管面积每平方米 0.5 元的标准实施两个月财政补助。
杭州市政府	2020/2/10	《关于严格做好疫情防控帮助企业复工复产的若干政策》	加大对物业企业扶持力度。对参与属地疫情防控工作的住宅小区物业服务企业，政府可按照在管面积每平方米 0.5 元的标准给予两个月补助。
浙江省住房和城乡建设厅	2020/2/12	《浙江省住房和城乡建设厅关于全力做好疫情防控支持企业发展的通知》	争取物业服务企业优惠政策支持。各地要积极帮助参与疫情防控的物业服务企业向当地政府争取相应补助，争取按照生活服务类标准享受税收优惠政策。
陕西省住建厅	2020/2/14	《住建行业坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战稳企业稳民生稳发展二十二条措施》	加大对物业企业扶持力度。对参与属地疫情防控工作的住宅小区物业服务企业，各地政府要按照适当标准给予两个月补助。
山东省人民政府	2020/2/19	《关于应对新冠肺炎疫情支持生活服务业批发零售业展览业及电影放映业健康发展的若干意见》	各市可对疫情期间承担居民生活保障任务的批发零售企业和参与属地疫情防控工作的住宅小区物业服务企业给予适当补贴。
海南省住房和城乡建设厅、海南省财政厅	2020/2/19	《关于支持物业服务企业做好住宅小区疫情防控工作的通知》	对参与属地疫情防控工作的物业服务企业，按照在管户数每户 10 元/月的标准补助给企业。
宁波市政府	2020/2/21	《宁波市人民政府关于有效应对疫情促进服务业平稳健康发展的意见》	加大对物业服务企业扶持力度。对参与属地疫情防控工作的物业服务企业，按在管面积每月每平方米 0.5 元的标准给予 2 个月财政补助。
河南省七部门	2020/2/21	《关于应对新冠肺炎疫情影响防范化解房地产市场风险的若干意见》	在财政补贴上，明确对积极参与疫情防控的物业服务企业，各市县财政可结合当地实际情况出台相应财政补助政策。物业服务企业、住房租赁企业可按照生活性服务业享受有关支持政策。在物资保障上，明确有关部门应统一调配辖区内房地产企业、物业服务企业所需口罩、测温计、酒精等消杀防疫物资，做好复工复产必要的疫情防控物资的保障。
成都市发改委、市财政局、市经信局、市商务局、市农业农村局、市住建局等六部门	2020/2/22	《关于对安全复工企业防疫体系建设给予补助的实施办法》	符合防疫条件、包括“规模以上服务业独立法人企业”在内的“四上企业”可以申报疫情防控体系建设补助。按企业所购置“四大类”疫情防控物资所花费的费用 30%、最高不超过 10 万元的标准，申报财政补助。

资料来源：各地政府官网，申万宏源研究

1.3 非住宅：后勤服务社会化推进，扩围物管行业管理边界

围墙外的准公共服务：非住宅物管。物业管理在围墙外的准公共服务属性体现在非住宅物管，在后勤服务逐步社会化后，物业管理的范畴已经涵盖办公楼、购物中心、医院、学校、航站楼等业态，而现阶段物业管理的边际正迈向城市服务，包括行政区域内的街道、市政园林、政府机关大楼、产业园区等公共设施的管理和服务。而在这个过程中，物业管理企业所承担的社会角色不仅是企业，也将成为社会公共服务的主体。

图 6：物业管理服务范围由传统基础服务向各领域延伸



资料来源：各公司官网，业主招标结果公告，申万宏源研究

2008 年，国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于加快发展服务业若干政策措施的实施意见》，意见中提到，将推进生产经营性事业单位转企改制和政府机关、事业单位后勤服务社会化改革。2019 年，发改委《产业结构调整指导目录（2019 年本，征求意见稿）》中，把物业管理作为鼓励行业放入目录；同时，随着国家大力提倡后勤社会化，并且由于国家对地方审计的加强监管等措施，促使地方政府机关后勤服务的进一步市场化，为市场化物业管理公司带来巨大的发展空间。

表 3：我国后勤服务社会化相关政策

时间	政策文件	主要内容
1985	《中共中央关于教育体制改革的决定》	高等学校后勤服务工作的改革，对于保证教育改革的顺利进行，极为重要。改革的方向是实行社会化。
1992	《中共中央国务院关于加快发展第三产业的决定》	鼓励社会服务组织承揽机关和企事业单位的后勤服务、退休人员管理和其他事务性工作。打破“大而全”、“小而全”的封闭式自我服务体系，使上述工作逐步实现社会化。

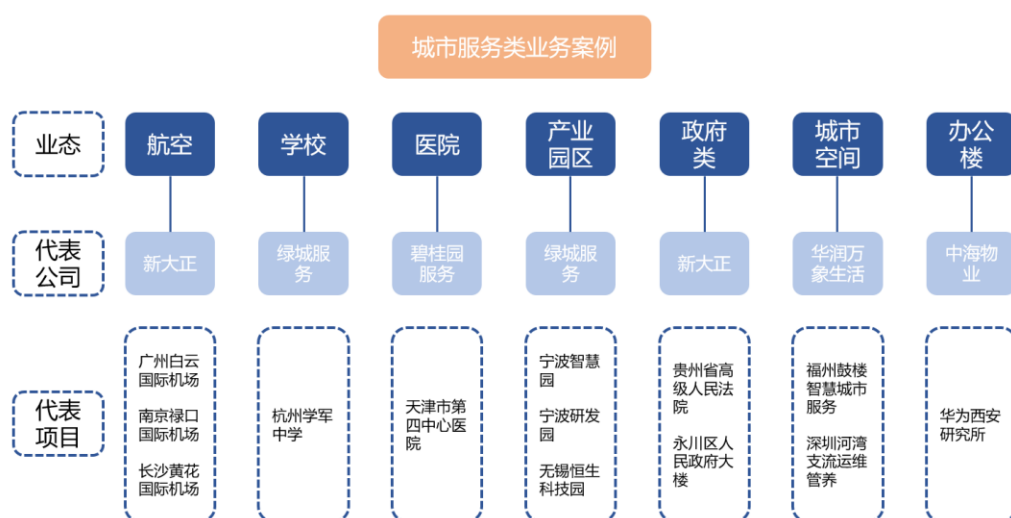
1999	《中共中央国务院关于深化教育改革全面推进素质教育的决定》	加大学校后勤改革力度，逐步剥离学校后勤系统，推动后勤工作社会化，鼓励社会力量为学校提供后勤服务，发展教育产业。
2000	《关于城镇医药卫生体制改革的指导意见》	实行医院后勤服务社会化，凡社会能有效提供的后勤保障，都应逐步交由社会去办，也可通过医院联合，组建社会化的后勤服务集团。
2002	《关于医疗卫生机构后勤服务社会化改革的指导意见（试行）》	各地区结合实际情况，把后勤服务社会化与卫生事业改革和发展相结合，与加强国有资产管理相联系。
2008	《关于 2007 年深化经济体制改革工作的意见》	加快推进政府机关后勤服务社会化改革（中央编办、国管局牵头）。
2008	《国务院办公厅关于加快发展服务业若干政策措施的实施意见》	推进生产经营性事业单位转企改制和政府机关、事业单位后勤服务社会化改革
2009	《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》	深化政府机关和事业单位后勤服务社会化改革（中央编办、财政部、国管局负责）。
2010	《国务院关于加强和改进新形势下国家行政学院工作的若干意见》	抓好教学管理、行政党务和后勤服务人员队伍建设。要推进后勤社会化改革，建设一支懂经营、善管理、会服务的后勤人员队伍。
2010	《国务院办公厅关于加强和规范各地政府驻北京办事机构管理的意见》	驻京办事机构要适应经济社会发展要求，强化公共服务和社会管理，积极推进公务接待和后勤服务社会化改革，努力为本地区基层组织、社会组织和群众在京活动提供相关服务。
2010	《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》	研究推进中央国家机关公务用车制度改革。研究提出深化政府机关后勤服务社会化改革的意见。（发展改革委、中央编办、财政部、人力资源社会保障部、国管局负责）
2010	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》	在建设现代学校制度、完善中国特色现代大学制度方面，重申“推进高校后勤社会化改革”意见。
2011	《关于 2011 年深化经济体制改革重点工作的意见》	研究推进公务用车制度、机关后勤服务社会化等政府机关事务管理体制改革，提高机关后勤服务运行效率，降低成本。（财政部、发展改革委、国管局、中央编办等负责）
2011	《社区服务体系发展规划（2011-2015 年）》	大力发展便民利民服务，积极推动驻区单位后勤服务社会化。
2012	《机关事务管理条例》	各级人民政府应当推进机关后勤服务、公务用车和公务接待服务等工作的社会化改革，建立健全相关管理制度。
2012	《服务业发展“十二五”规划》	继续推进国家机关、事业单位后勤服务社会化和国有企业后勤服务社会化、市场化改革，分类制定改革指导意见，推动由内部自我服务为主向主要由社会提供服务转变。
2014	《关于全面推进公务用车制度改革的指导意见》	全面推进公务用车制度改革，是转变政府职能、推进后勤服务社会化改革的重要内容。
2015	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	强化公立医院精细化管理，推进公立医院后勤服务社会化。
2017	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	建立科学有效的现代医院管理制度，继续推进公立医院后勤服务社会化。
2017	《国务院办公厅关于建立现代医院管理制度的指导意见》	健全后勤管理制度，探索医院“后勤一站式”服务模式，推进医院后勤服务社会化。

资料来源：中国高校网，法律教育网，法律图书馆，中国政府网，申万宏源研究

随着物管行业发展，部分城市服务功能都将交由物业管理企业进行运营，例如碧桂园服务与开原市、西昌市、辽宁交投等客户签订战略框架协议，承接新型城市治理公共服务；万科物业成为珠海市横琴新区城市空间与资源的全流程管理、服务运营方等。物业管理的服务边界正逐步从小区拓展至社区，进一步拓展至城市公共区域。

举例来看，珠海横琴新区首提“物业城市”的概念后，联手万科物业共建横琴，服务范围包括城市管理、市政基础设施养护、环卫清洁、城市秩序管理等领域。碧桂园服务与五投集团签订战略合作协议，共同推进五河县城城市服务一体化及各类公建、产业园、场馆、安置房等项目。

图 7：城市服务类物业细分领域及代表项目



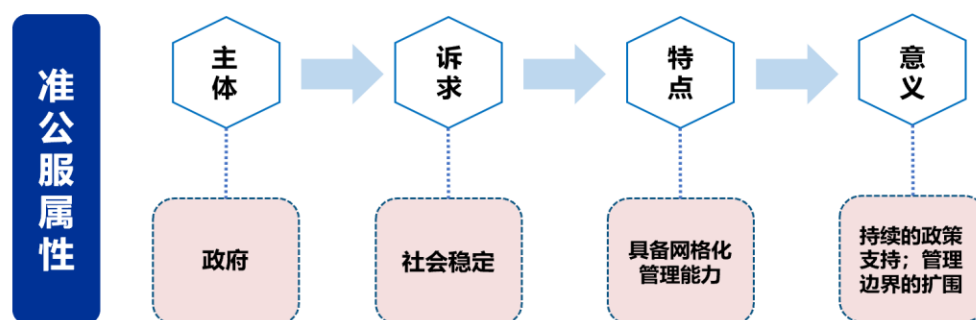
资料来源：各公司官网，业主招标结果公告，申万宏源研究

1.4 小结：准公服属性赋予持续政策支持和管理边界扩围

我们认为，物业管理行业具备准公共服务属性，并能帮助政府保持社会稳定，其赋予未来行业持续的政策支持以及更广阔的管理边界。近几年中，政府对于物业管理行业处于二次认识的阶段，新冠疫情等突发事件中物管成为政府有力抓手、后勤服务社会化推进中有效分担政府工作，物业管理行业的准公共服务的属性正逐步得到认识。对于政府而言，物业管理企业可以发挥政府准派出机构的职能，利用其网格化管理能力，帮助政府保持社会稳定。因而，政府有需求、物企有能力，两者就形成了非常好的协同互补关系，一定程度上形成了物管和政府的利益一致化。

物业管理行业的准公共服务属性意味着：一方面，准公共服务属性有助于保持社会稳定，因此未来有望获得持续的政策支持，行业的发展速度将进一步加快；另一方面，准公共服务属性决定了物业管理的业务领域可以扩张到城市服务界面，行业的管理边界扩围，由围墙内走向围墙外，城市服务等将获得更大成长空间。

图 8：准公共服务属性总结



资料来源：申万宏源研究

2. 消费属性：品质物管需求释放，独有特色助力增值服务延伸

2.1 消费：基础消费+升级消费，促居民提升生活质量

从定义来看，消费是指利用社会产品来满足人们各种需要的过程，物业管理企业通过在特定服务场景中提供专业的保安、保洁、保绿、保修等无形服务产品来满足人们对于美好居住体验的需求。在我国“十一五”规划中提出和强调了消费性服务行业的概念，其主要是指为适应居民消费结构升级趋势，继续发展主要面向消费者的服务业，扩大短缺服务产品供给，满足多样化的服务需求。

社区服务业（物业管理行业）作为消费性服务行业的主要组成部分之一，除了满足居民基本需求的保安、保洁、保绿、保修等基础物业服务外，生鲜配送、快递到家等升级型物业服务也逐步获得业主认可，同样是为适应居民消费结构升级趋势，满足居民多样化服务需求为目标。因此，我们认为物业管理行业也具备消费属性，并且包括基础性消费属性和升级型消费属性。

表 4：关于住房消费、社区服务业、物业管理等相关政策

时间	政策文件	概要
2014/10	国务院常务会议	重点推进住房等六大领域消费，明确要稳定住房消费，加强保障房建设，放宽提取公积金支付房租条件。
2015/01	《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》	建立多种渠道，发展租赁市场，同时，各地要加强宣传，正确引导居民住房消费。

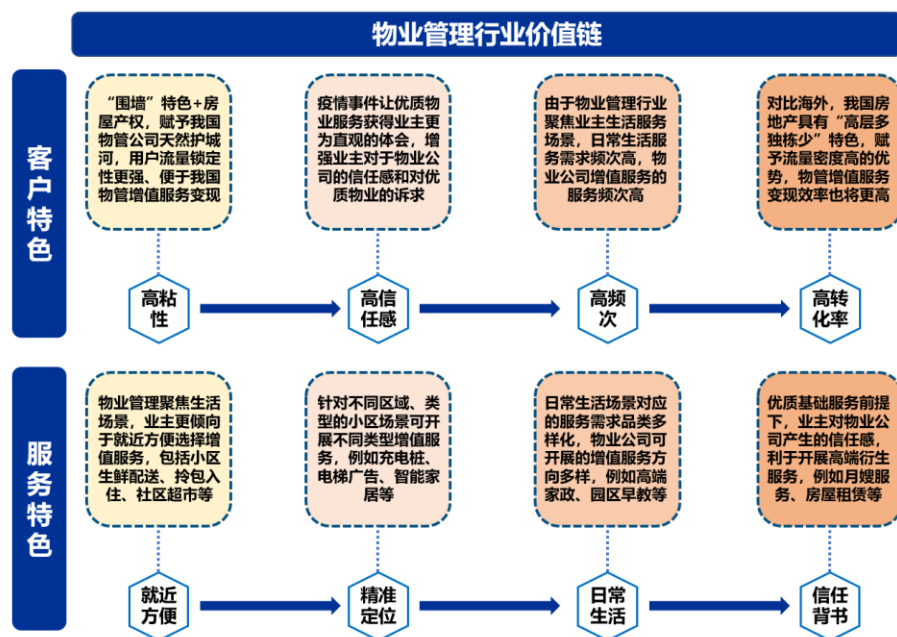
2015/01	《政府工作报告》	稳定住房消费，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。
2016/12	《城乡社区服务体系规划建设规划（2016-2020年）》	增强城乡社区服务功能，推动城乡社区服务精细化、专业化、标准化，大力发展城市社区物业服务。
2019/01	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》	进一步满足农业转移人口市民化住房消费需求，加快发展住房租赁市场。
2019/05	国务院常务会议	部署进一步促进社区养老和家政服务业加快发展的措施，决定对养老、托幼、家政等社区家庭服务业加大税费优惠政策支持。
2020/10	《近期扩内需促消费的工作方案》	推动物业服务线上线下融合发展：搭建智慧物业平台，推动物业服务企业对接各类商业服务；增加社区生活服务消费，因地制宜对社区早餐店、家政服务网点、理发店以及提供养老、托育服务的生活服务经营场所给予用地、办证、内部改造等方面支持。
2020/11	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	促进住房消费健康发展。
2020/11	《关于推动物业服务企业发展居家社区养老服务的意见》	支持物业服务企业积极探索“物业服务+养老服务”模式，养老服务单独收费。
2020/12	《关于推动物业服务企业加快发展线上线下生活服务的意见》	构建智慧物业管理服务平台，推进物业管理智能化、融合线上线下服务，促进物业服务企业由物的管理向居民服务转型升级。
2021/01	《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》	鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸，物业服务企业开展养老、家政等生活性服务业务，可依规定申请相应优惠扶持政策。
2021/03	《政府工作报告》	发展社区养老、托幼、用餐、保洁等多样化服务，加强配套设施建设。
2021/03	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	加快发展健康、养老、托育、文化、旅游、体育、物业等服务业；促进住房消费健康发展，发展服务消费，推动教育培训、医疗健康、养老托育、文旅体育等消费提质扩容。
2021/05	《关于推进城市一刻钟便民生活圈建设的意见》	鼓励商业与物业、居家与社区等场景融合，将便民生活圈打造成为促进形成强大国内市场、推动便利消费的重要平台和载体。

资料来源：各政府网站、观点地产网，申万宏源研究

值得注意的是，我们认为，物业管理的消费属性具备一定的特殊性：1) 从客户特色的角度而言，物业管理具备高粘性、高信任感、高频次、高转化率四大特点；2) 从服务特色的角度而言，物业管理行业具备就近方便、定位精准、日常生活、信用背书四大特色。

因而，物业管理行业的消费流量变现方式也将比较独特，尤其在升级型消费方面（增值服务），这种独特性将发挥更大的护城河作用，并在消费升级的大背景下，物业管理行业有望挖掘全产业链条价值，催生更多元化增值服务萌芽，实现物管流量经济的高效变现。

图 9：物业管理行业价值链及消费属性的特殊性



资料来源：申万宏源研究

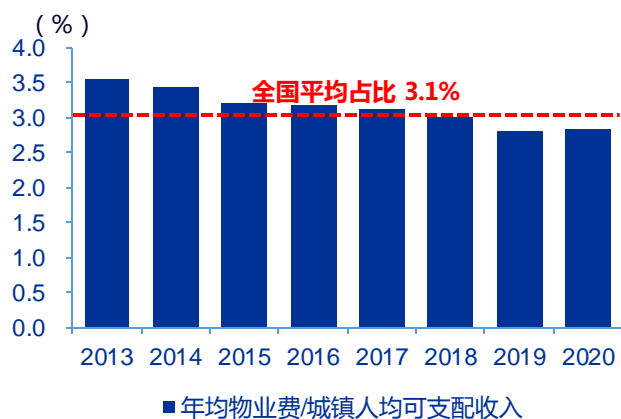
2.2 基础消费：物业费/人均收入较低，品质物管需求正释放

从基础消费角度来看，由于我国物业管理行业发展历史相对较短，并且以往社会对于物管的重视程度不高，居民对于物管的要求也相对较低，而随着住房改善型需求的逐步释放，居民对于品质物管的诉求逐步增加，我国物业管理行业的消费将进入到快速发展阶段，其中尤其是物业管理基础消费，并且预计未来有着较大的提升空间。

2020 年，我国 36 个城市年均住宅物业费占比城镇人均可支配收入为 2.8%，2013-2020 年，36 个城市年均住宅物业费平均占比城镇人均可支配收入为 3.1%。对比海外来看，2015 年，美国年均 HOA Fees/人均收入中位数为 13.1%，2005-2015 年，平均年 HOA Fees/人均收入中位数为 13.0%。

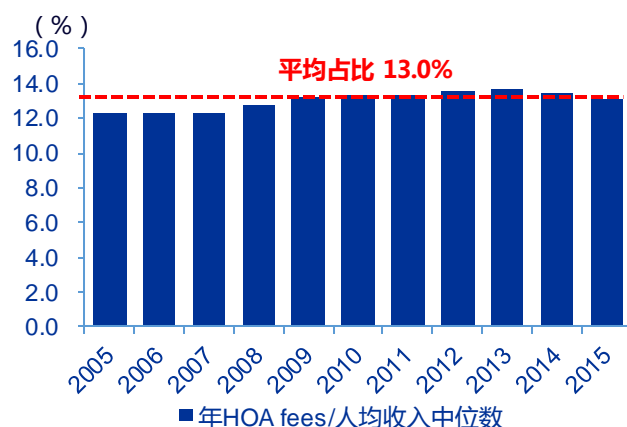
注：HOA (Homeowner Association, 业主协会)，可理解为物业管理，或社区管理委员会。该组织由住户（业主）们组成并强制性参加，通常 HOA 的业务会委托社区管理服务公司执行，住户（业主）可能需要定期聚会决定社区发展事项。HOA 通常是由一群公寓楼或社区内的多名业主，或地产开发商基于营销、管理和销售住宅的目的建立的一个私营性质实体。在美国，开发商通常会在出售了预定数量的地块后将协会的控制权转让给房主。大多数 HOA 都是以公司性质存在的，并受到管理非营利性组织和 HOA 的州法规的约束。

图 10：36 城年均住宅物业费/人均可支配收入



资料来源：Wind，申万宏源研究

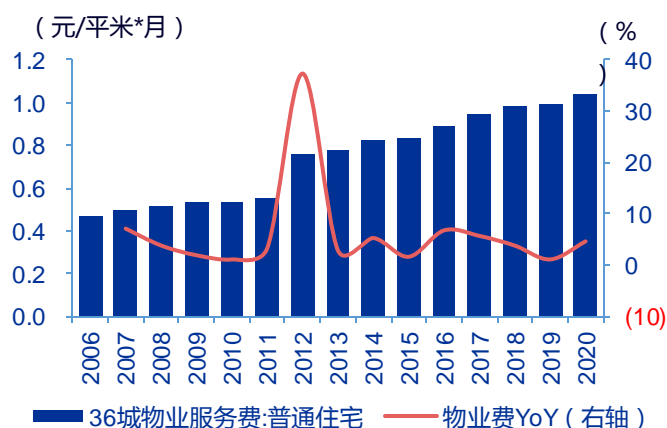
图 11：美国年均 HOA Fees/人均收入中位数



资料来源：Wind，申万宏源研究

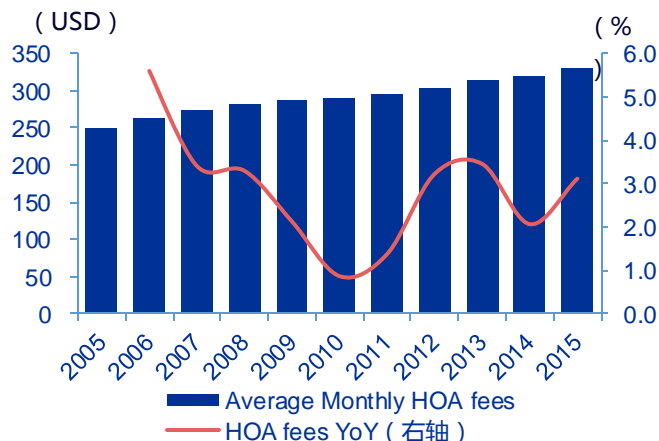
注：HOA (Homeowner Association，业主协会)，可理解为物业管理，或社区管理委员会，该组织由住户（业主）们组成并强制性参加。

图 12：我国 36 城住宅物业费单价及同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：美国 HOA Fees 及同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

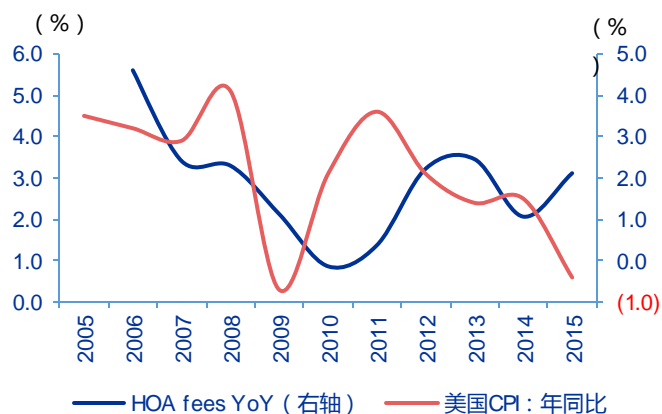
注：HOA (Homeowner Association，业主协会)，可理解为物业管理，或社区管理委员会，该组织由住户（业主）们组成并强制性参加。

图 14 : 36 城物业费同比 vs. CPI 当月同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15 : 美国 HOA Fees 及 CPI 同比

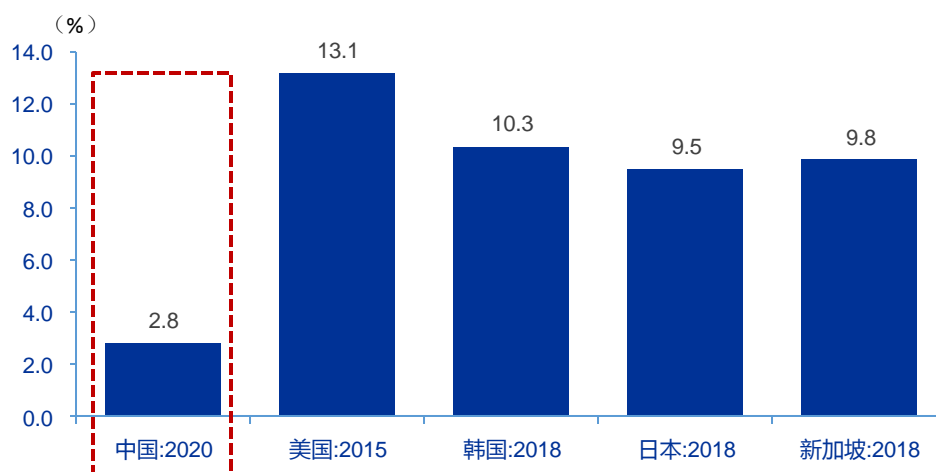


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：HOA (Homeowner Association, 业主协会), 可理解为物业管理, 或社区管理委员会, 该组织由住户 (业主) 们组成并强制性参加。

此外, 对比各国情况来看, 中国 2020 年物业费/人均收入仅 2.8%, 而美国 2015 年物业费/人均收入为 13.1%, 韩国 2018 年物业费/人均收入为 10.3%, 日本 2018 年物业费/人均收入为 9.5%, 新加坡 2018 年物业费/人均收入为 9.8%, 美国、日本、韩国、新加坡平均值为 10.7%, 显示我国物业费/人均收入仍显著低于主流发达国家。

图 16 : 各国物业费/人均收入的横向对比



资料来源：Wind，K-apr，日本政府，相关网站，申万宏源研究

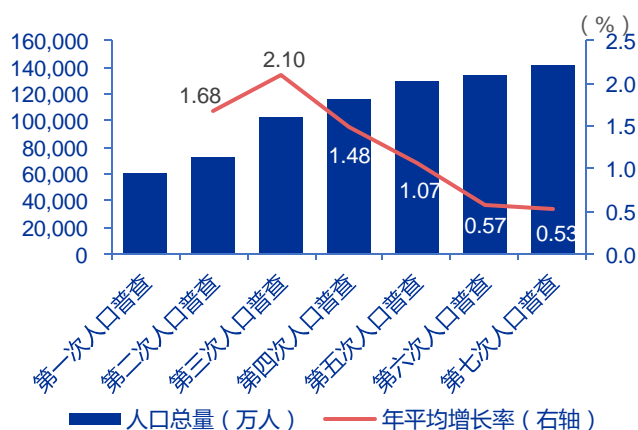
上述数据表明：一方面，物业费/人均可支配收入处于一个相对稳定的状态，同时物业费与 CPI 也呈现一定相关性，均显示出了物业管理行业的消费属性；另一方面，我国物业费/人均可支配收入对比海外仍处于较低水平，表明未来物业管理行业的消费有着较大的提升，也意味着物业费提升空间较大，包括：基础消费（基础物管）+ 升级消费（增值服务）。

2.3 升级消费：消费升级背景下，物管迈入新增长阶段

从升级消费角度来看，我国物业费占比人均可支配收入相比海外仍处于较低水平，物业费支出在整个居民消费中占比很低，这意味未来消费升级空间很大，并且随着我国城镇化率进一步提升、人口年龄结构上移、受高等教育人口占比提升和人均可支配收入提升，居民住房改善型需求将逐步释放，对于品质物管的诉求也将逐步增加，预计我国物业管理行业也将迎来升级消费的快速发展。

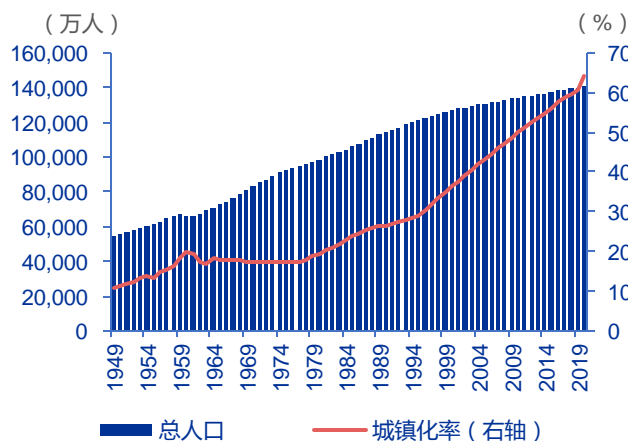
城镇化率进一步提升，有力支撑住房消费需求。从消费升级的角度来看，2020 年我国城镇化率进一步提升至 63.9%，参考全球主要经济体的 2018 年末的城市化率均超过 80%(美国 82%、英国 83%、法国 80%、日本 91%、韩国 81%)，我国后续城镇化率仍有较大提升空间，有力支撑后续住房消费需求的释放。

图 17：我国人口总量及年平均增长率



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

图 18：我国城镇化率走势

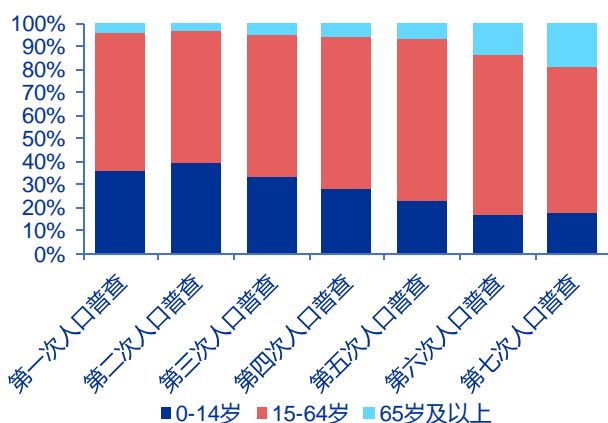


资料来源：国家统计局、申万宏源研究

人口年龄结构的上移表示着房地产需求的转型升级。一方面，房地产的需求升级化，从基础型消费需求到升级型消费需求；另一方面，房地产的消费需求多样化：物业管理、商业地产、物流地产、养老地产、文旅地产等等。

高等教育人口数量不断提高，更注重产品质量及服务。2020 年，我国具有大学文化程度的人口为 21,836 万人。与 2010 年相比，每 10 万人中具有大学文化程度的由 8,930 人上升为 15,467 人，15 岁及以上人口的平均受教育年限由 9.08 年提高至 9.91 年，文盲率由 4.08% 下降为 2.67%。而这也意味着社会总体将更注重产品质量及服务。

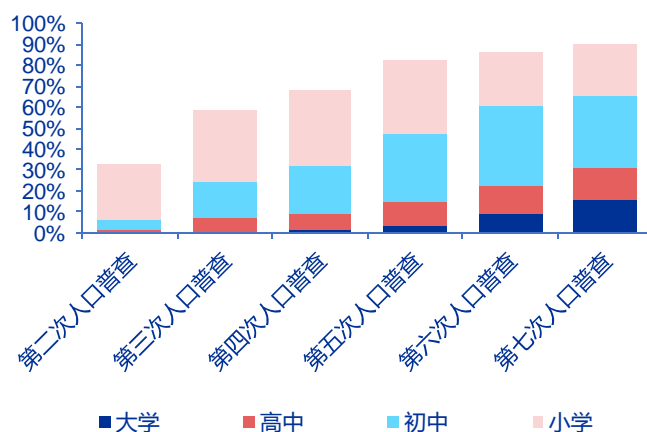
图 19：我国各年龄段人口比例



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

注：六普、七普年龄统计口径变更为 0-14 岁、15-60 岁、61 岁以上。

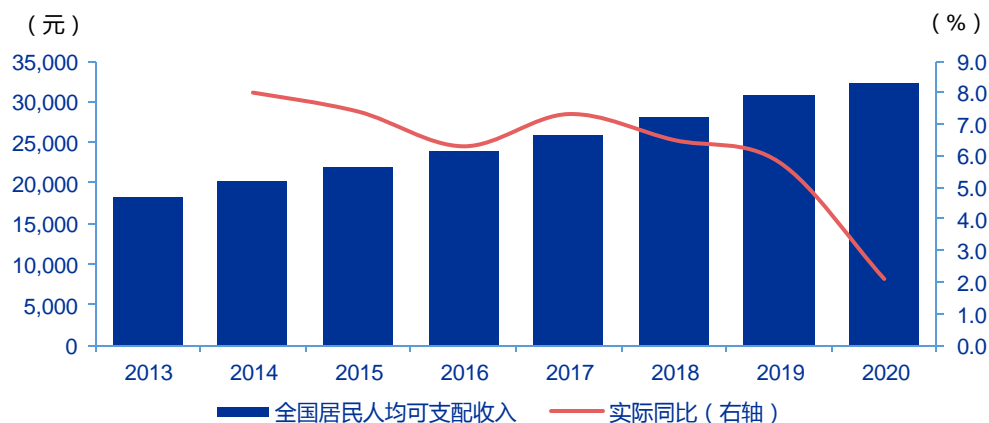
图 20：我国受教育结构



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

人均可支配收入持续提升，推动消费进一步升级。2020 年中国城镇人均可支配收入 4.4 万元（约 6,744 美元），处于美国 1978 年左右的水平；并且 2016-20 年中国城镇人均收入增速均值 7.1%，预计未来我国仍将快于发达国家增速，而我国人均可支配收入的快增将推动零售额的进一步增长，同时也会带来进一步的消费升级。

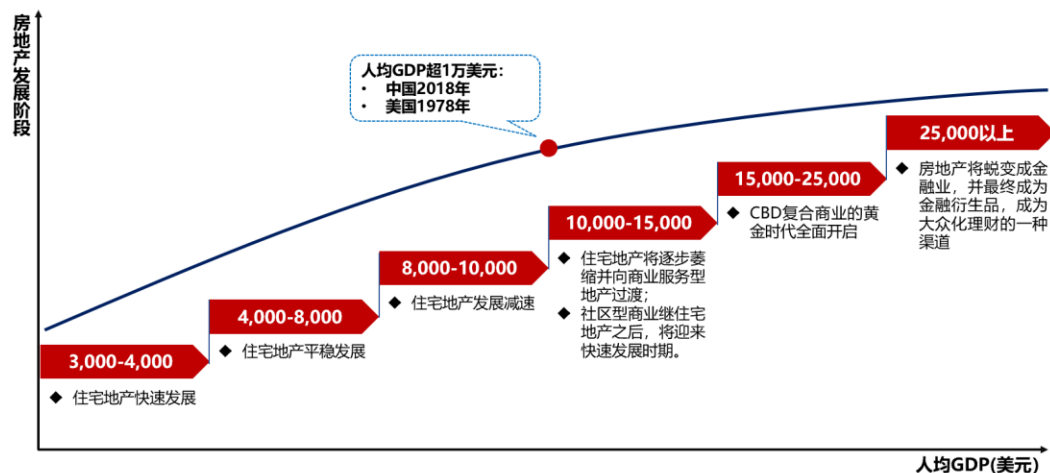
图 21：全国居民人均可支配收入及同比



资料来源：统计局，Wind，申万宏源研究

人均 GDP 达 1 万美元，服务业迎来加速发展期。根据世界银行的报告，当人均 GDP 达到 1 万美元时，居民消费结构将发生变化，生活走向富裕发达水平；对应房地产和物业管理行业也有不同的发展周期。当人均 GDP 超过 1 万美元时，服务业将迎来快速发展时期，而我国在 2018 年人均 GDP 达到了 1 万美元，也意味着服务业的快速到来的到来，其中也包括物业管理的供需两方面的发展。

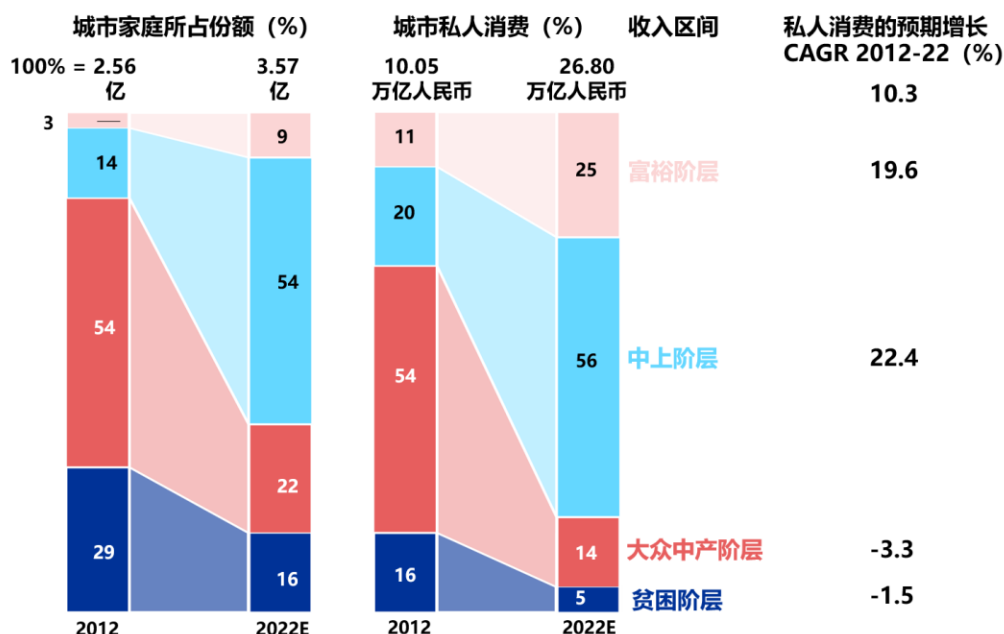
图 22：人均 GDP 超过 1 万美元开启商业地产快速发展期



资料来源：世界银行，申万宏源研究

我国中产阶级快速提升，推动消费快速增长。据麦肯锡调查报告，我国中产阶级在过去 20 年出现爆发式增长，2000 年，中产阶级占比中国城镇家庭仅 4%，2012 年占比迅速提升至 68%，并且预计到 2022 年，中产阶级占比将进一步提升至 75%。值得注意的是，报告预计，2012-2022 年，受中产阶级快速提升的驱动，中国个人消费增速将以 10.3% 的复合增速增长，快速崛起的中产阶级将为中国经济增长注入持续动力。

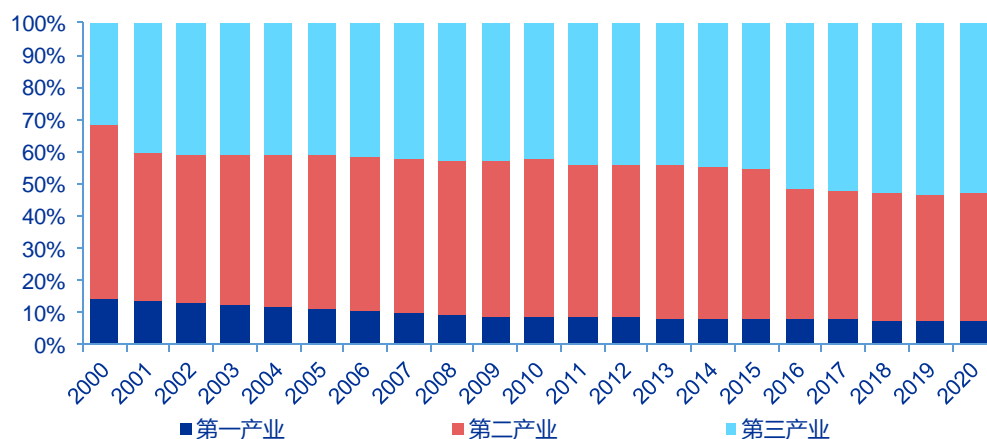
图 23：我国中产阶级占比及消费支出大幅提升



资料来源：McKinsey，申万宏源研究

我国产业结构逐步向服务业转移。2020 年，我国 GDP 同比+2.3%。其中，一产、二产、三产 GDP 不变价占比分别为 7.5%、39.4%、53.1%，分别较 2010 年-0.9pct、-9.6pct、+10.5pct。经济逐步向三产倾斜，产业结构由重工业主导向三产协调发展。随着人均可支配收入提升，产业结构、消费结构也呈现逐步向服务业转变的倾向。

图 24：GDP 第一、第二、第三产业占比



资料来源：统计局，Wind，申万宏源研究

我国产业结构的变化，也将推动物业管理行业在供应和需求两端的变化：1）需求端方面，随着经济发展、消费升级，物业管理的消费升级型需求会逐步释放，例如高端家政、宠物寄养、社区生鲜等；2）供给端方面，随着产业结构的调整，将推动更多的生产力和人员逐步由工农业向服务业转型，比如原来工厂工人向外卖员、快递员、物业管理人员转变。

图 25：产业结构变化与消费升级对物管供需两端的影响



资料来源：申万宏源研究

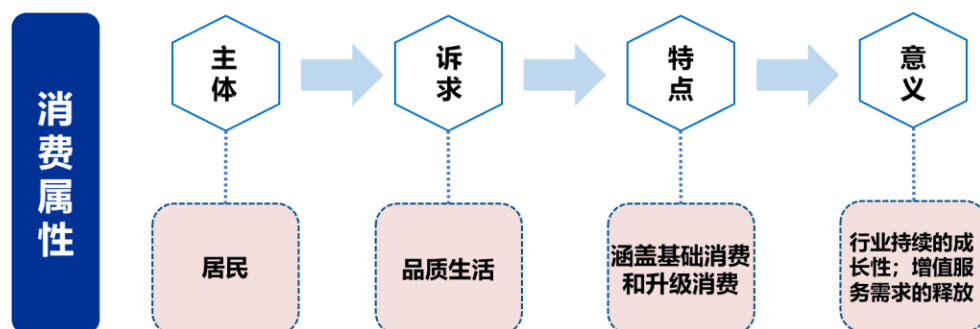
上述数据表明：随着我国城镇化率进一步提升、人口年龄结构上移、受高等教育人口占比提升、人均可支配收入提升、中产阶级占比提升和经济向第三产业倾斜，综合将推动社会需求从基础性消费向升级性消费的转变，消费升级也将在一定程度上带动物业管理行业的发展，居民有能力和有诉求追求更加优质的物业管理服务品质，标志着物业管理行业又迈入新的增长阶段。

2.4 小结：消费属性赋予持续成长性和增值服务需求释放

我们认为，物业管理行业具备消费属性，并能帮助居民获得品质生活，其赋予未来行业持续的成长性以及增值服务需求的释放。物业管理企业通过提供专业的保安、保洁、保绿、保修等服务产品来满足居民物管方面的基础消费需求，并随着我国人均可支配收入提升、受高等教育人口占比提升和中产阶级占比提升，社会需求将从基础性消费向升级性消费转变，居民有能力和有诉求追求更加优质的物业管理服务品质，由此带动物管方面的升级消费需求的释放，并推动物业管理行业有望迈入新的增长阶段。

物业管理行业的消费属性意味着：一方面，物业管理行业的消费属性也意味着物业管理行业持续的成长性，预计优质物企或能长期持续地跑赢通胀；另一方面，消费升级也将带来物业管理增值服务需求的不断释放，对于物企而言也是盈利模式的升级，并且由于我国物业费占比人均可支配收入相比海外仍处于较低水平，意味着后续消费需求有着很大的提升空间，包括物业费单价和增值服务收入空间。

图 26：消费属性总结



资料来源：申万宏源研究

3. 资管属性：维护并提升资产价值，物管充当资产管理职能

3.1 资管：致力于物业增值保值，保业主资产价值最大化

从定义来看，资产管理是一种集管理、金融、经济、工程和其他应用于实物资产实践的综合性管理服务，旨在以最具成本效益的方式提供所需服务。它包括对实物和基础设施资产的整个生命周期（设计、施工、调试、运营、维护、维修、改建及处置）的管理。

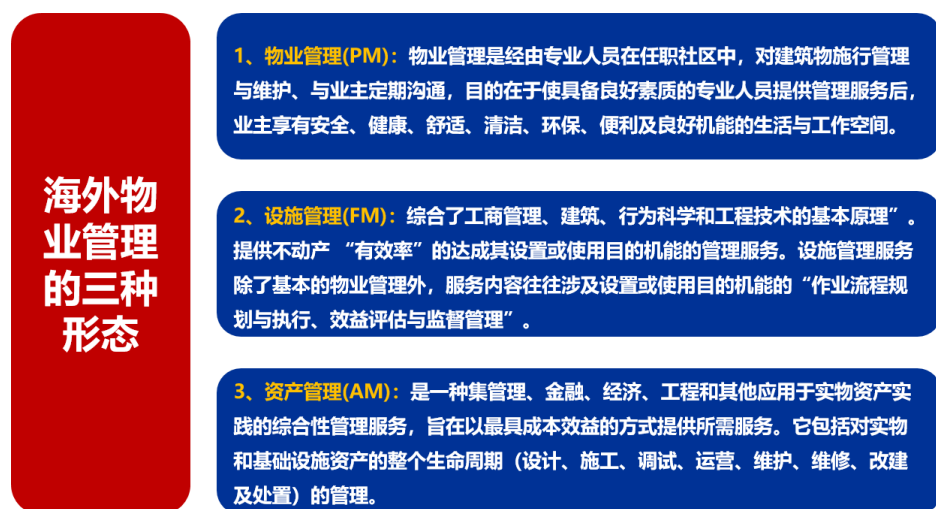
海外的物业管理包括物业管理（PM）、设施管理（FM）、资产管理（AM）三种形态。而类似于 CBRE、First Service 等海外物业公司，其业务范围除传统物业管理外，也涵盖持有及投资、租赁管理、房地产管理、咨询顾问服务、经纪、物业和资产管理、酒店投资的销售和咨询等类似资产管理的业务。目前我国物管业务范畴更多是物业管理（PM）、设施管理（FM）相关，资产管理（AM）仍相对较少。

例如美国的 HOA 形式上类似我国的物业管理服务，由业主组成，委托社区管理服务公司执行，每月定期收取费用，以支付公共区域的维护费用和设施的维护费用，而 HOA 存在的目的之一则是为了维持和提高社区的财产价值，据 Trulia 网站数据，拥有 HOA 的物业相对没有 HOA 的同类型物业有 5% 的溢价。

因而我们认为，物业管理行业也具备资管属性，并且当行业逐步被赋予资管属性之后，收费计价模式也或将相应改变，原先由物业管理服务数量作为物业费计价基准或将逐步变为由代表资产价值的 AUM 作为物业费计价基准。

注：据万科物业官网，截至 2020 年 6 月底，万科物业的 AUM 已突破 10 万亿元。

图 27：海外物业管理的三种形态



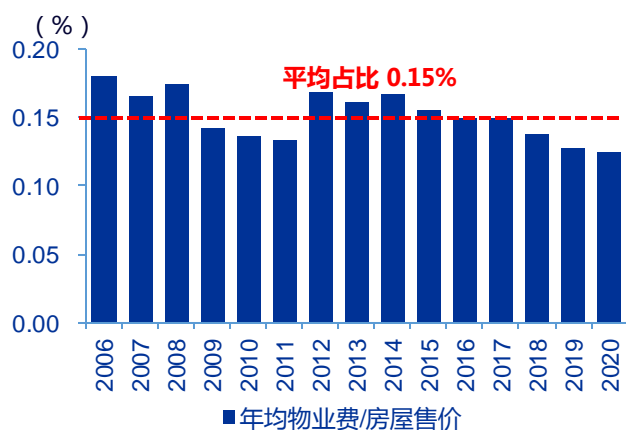
资料来源：维基百科、MBA 智库百科，申万宏源研究

3.2 增值保值：物业费占比房价较低，好物管赋予资产溢价

物业费占比房价较低。2020 年，我国 36 个城市年均住宅物业费占比全国房屋售价为 0.12%，2006-2020 年，36 个城市年均住宅物业费平均占比全国房屋售价为 0.15%。对比美国 2015 年 美国年均 HOA Fees/房屋售价为 2.07% 2005-2015 年 平均年 HOA Fees/房屋售价为 2.0%，此外，美国往往 HOA Fees 越高的住宅，因为持续维护管理而住房品质更好，因而其房价也相对越高。

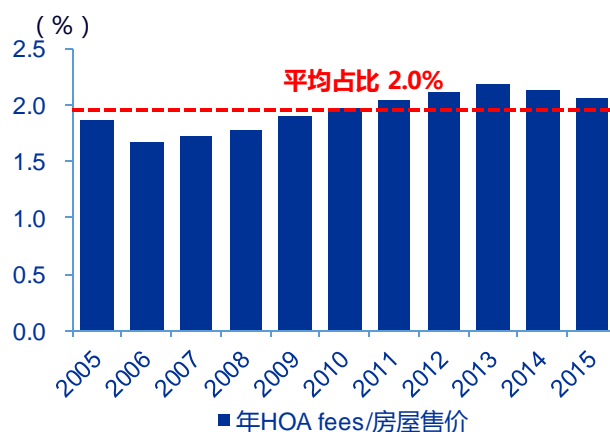
对比各国情况来看，中国 2020 年物业费/全国房屋售价仅 0.12%，美国 2015 年 HOA Fees/房屋售价为 2.07%，韩国 2018 年物业费/房屋售价为 0.65%，日本 2018 年物业费/房屋售价为 0.48%。相对海外来说，目前我国物业费占比全国房屋售价仍处于较低水平。

图 28：36 城年均住宅物业费/房屋售价



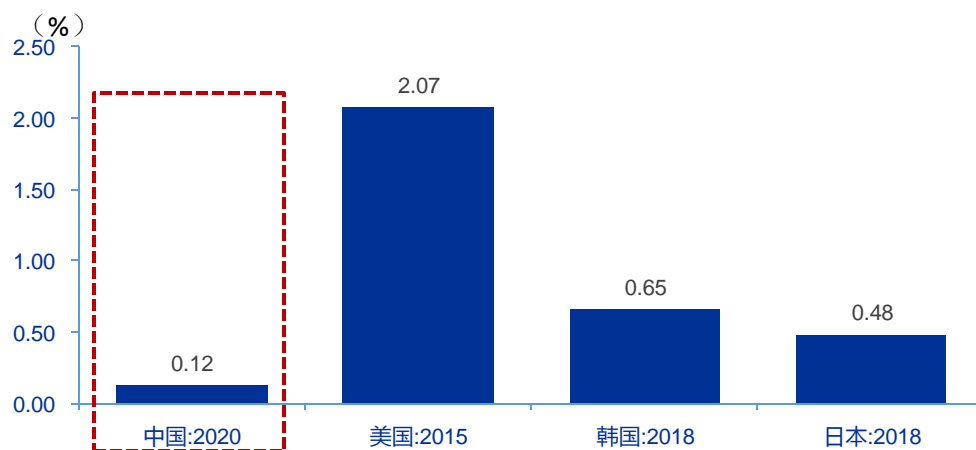
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 29：美国年均 HOA Fees/房屋售价



资料来源：Wind，申万宏源研究

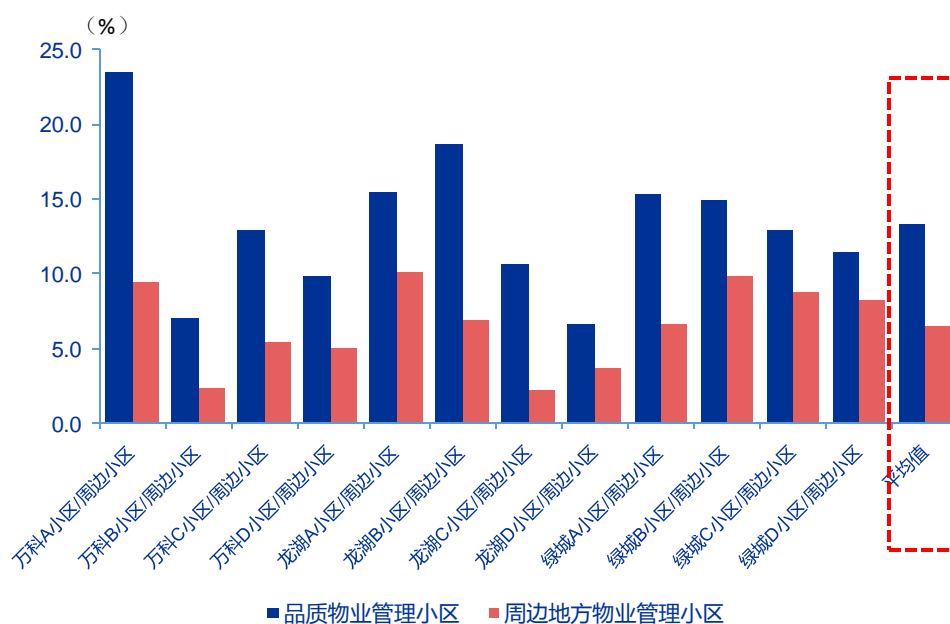
图 30：各国物业费/各国房价



资料来源：Wind，韩国国土交通部，相关网站，申万宏源研究

好物管赋予资产溢价。我们对万科物业、龙湖物业、绿城服务三家品质物业管理在管的小区与周边地方物业管理或社区物业在管的小区过去 3 年的房价走势发现，品质物业管理的小区过往几年的房价涨幅普遍高于周边非品质物管的小区，例如，万科样本小区 2018-21 年房价涨幅 CAGR 达 23.5%，而对应周边小区房价涨幅 CAGR 仅 9.5%，万科、龙湖、绿城三家品质物管共 12 个标志性小区 2018-21 年房价涨幅 CAGR 平均值为 13.3%，而对应周边小区房价涨幅 CAGR 平均值则为 6.5%，品质物管小区的房价普遍跑赢非品质物管的小区。

图 31：品质物管的小区/周边地方物管的小区 18-21 年房价涨幅 CAGR 对比



资料来源：安居客，申万宏源研究

我们认为，物业管理行业具备资管属性，并随着我国社会消费升级的大趋势，以及我国资产积累已经初具规模，并且高品质的物业管理将赋予资产溢价，资产业主对于资产管理的需求也逐步增加，而考虑到我国目前物业费占比房价较低，这意味着未来物业管理资管属性的业务收入还有这较大的提升空间，包括物业费的提升。

3.3 业务延伸：加强老旧小区改造，物企充当资管职能

此外，近期中央工作经济会议、住建部等都提到了城镇老旧小区改造的推进，这也将推动老旧小区的物业管理逐步覆盖。城镇老旧小区大多处于城市的核心区域，区域价值通

常较高，但大多缺少物业管理和资产运营，而如何解决停车问题、社区商业问题、养老配套服务延伸等问题都将是物业管理未来的业务探索方向，因此在老旧小区改造等场景下，我们认为物业管理将充当基础物业管理、社区生活服务、资产管理的综合概念。

表 5：中央有关老旧小区改造的相关政策

时间	提出部委/会议	细则
2021/3/5	2020 年政府工作报告	政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个，提升县城公共服务水平。
2021/3/3	住建部：2020 年全国开工改造城镇老旧小区 4.03 万个	其中，2020 年，城镇老旧小区改造工作方面，在制度设计、资金筹措、技术标准、社会力量参与等方面建议提案 25 件，不少政策措施建议被吸收到《国务院
2020/12/18	中央经济工作会议：要实施城市更新行动 推进城镇老旧小区改造	解到，关于城镇老旧小区改造工作进展，2020 年，全国全年实际新开工改造城镇老旧小区 4.03 万个，惠及居民 736 万户，超额完成了政府工作报告明确的
2020/7/20	国务院：支持老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式	目标任务，政府工作报告中提出的是 3.9 万个小区。
2020/4/17	中共中央政治局：积极扩大有效投资 实施老旧小区改造	2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户；到 2022 年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成需改造城镇老旧小区改造任务。
2020/5/22	2019 年政府工作报告	会议进一步指出，要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。
2019/3/5	2018 年政府工作报告	大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。
2018/3/5	2017 年政府工作报告	继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升。
2017/3/5	2016 年政府工作报告	更好地解决群众住房问题，启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工 580 万套。今年再完成棚户区住房改造 600 万套 继续发展公租房等保障性住房 因地制宜、多种方式提高货币化安置比例。支持农民工在城镇购房，提高棚改货币化安置比例，房地产去库存取得积极成效。
2016/3/5	2015 年政府工作报告	城镇保障性安居工程住房基本建成 772 万套，棚户区住房改造开工 601 万套，农村危房改造 432 万户，提高棚改货币化安置比例。完善住房保障体系，城镇棚户区住房改造 2000 万套。
2015/3/5	2014 年政府工作报告	加大城镇棚户区和城乡危房改造力度。今年保障性安居工程新安排 740 万套，其中棚户区改造 580 万套，增加 110 万套，把城市危房改造纳入棚改政策范围。

资料来源：观点地产网，申万宏源研究

表 6：地方有关老旧小区改造的相关政策

时间	城市	摘要	细则
2021/5/8	云南	云南 老旧小区改造要配套城镇社区厅印发通知，将在城市更新工作中加强城镇老旧小区养老服务设施	云南省民政厅联合省住房和城乡建设厅、省自然资源厅、省财政厅建设。通知明确在统筹推进城市更新工作中适应人口老龄化需要，加强适老化设施、无障碍设施改造。通知强调，到 2021 年年

底，云南省老旧小区改造要配套城镇社区养老服务设施，住宅小区每百户不少于 15 平方米(昆明主城区每百户不少于 20 平方米)。

2021/4/25	北京	北京 多种方式引入社会资本参与老旧小区改造 加大财税支持	北京住建委发布《关于引入社会资本参与老旧小区改造的意见》。《意见》显示，要采用多种方式引入社会资本参与老旧小区改造，包括：通过提供专业化物业服务方式参与、通过“改造+运营+物业”方式参与、通过提供专业服务方式参与、鼓励社会资本作为实施主体参与老旧小区改造，区政府可通过“投资+设计+施工+运营”一体化招标确定老旧小区改造实施主体。
2021/3/23	湖北	湖北省政府：目标 2025 年完成 1.5 万个以上城镇老旧小区改造任务	湖北省人民政府发布《关于加快推进城镇老旧小区改造工作的实施意见》，目标到 2025 年全省完成 1.5 万个以上城镇老旧小区改造任务。《实施意见》指出，城镇老旧小区改造范围为城市、县城(城关镇)建成年代较早、市政配套设施不完善、社区服务设施不健全、居民改造意愿强烈的住宅小区(含单栋住宅楼)，重点改造 2000 年底前建成的老旧小区，适当支持 2000 年后建成的老旧小区，但需要限定年限和比例。
2021/3/10	梅州	梅州：拟加快今年 58 个老旧小区改造进度 “十四五” 谋划改造 368 个老旧小区	梅州市住房和城乡建设局召开全市老旧小区改造工作座谈会，会提出，老旧小区改造已经列入 2021 年民生实事，各县(市、区)要付出努力，加快今年 58 个老旧小区改造进度，同时按照“十四五”规划要求，谋划改造 368 个老旧小区。
2021/3/9	杭州	杭州：今年将完成 200 个小区综合改造提升	杭州市建委发布消息，今年全市老旧小区综合改造提升持续发力，融入未来社区，推动片区资源统筹配置、多元主体参与改造。“十四五”期间，杭州市计划实施老旧小区综合改造 900 个，约 2800 万平方米。2021 年，老旧小区改造工作再次入选杭州市政府民生实事工程，将完成 200 个小区的综合改造提升。
2021/3/2	广东	广东：去年新增筹建保障房 16 万套 2021 年将全面推进老旧小区改造	广东省住房和城乡建设领域重点工作部署暨住房城乡建设工作会议召开，提出今年将全面推进老旧小区改造。会议还指出 2021 年要广泛创建完整社区、绿色社区，全面推进城镇老旧小区改造，以“新城建”“新基建”为抓手提升城市综合承载能力，同时加强历史文化保护塑造城市风貌。
2020/12/21	江西	江西：至“十四五”期末基本完成老旧小区改造	据江西省住房和城乡建设厅消息，至“十四五”期末，全省城镇老旧小区改造将覆盖居民近 700 万人，基本完成老旧小区改造。江西省住建厅会同省发改委、省财政厅争取中央补助资金共计 95.87 亿元，用于各地实施改造。江西省 2021 年申报计划任务 1277 个小区、户数 42.4 万户。
2020/12/21	浙江	浙江：到 2022 年累计改造不少于 2000 个城镇老旧小区	浙江省政府办公厅印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的实施意见》。《意见》提出，到 2022 年累计改造不少于 2000 个城镇老旧小区；到“十四五”期末，基本完成 2000 年底以前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。同时，浙江省住建厅负责人表示：“能改则改、愿改尽改，明年改造 800 个老旧小区。”
2020/12/1	广西	广西：力争 2020 年内新开工改造城镇老旧小区 1412 个	广西印发《全面推进广西城镇老旧小区改造工作的实施方案》，明确将通过规范改造范围和内容、编制专项改造规划、健全组织实施机制、加大资金筹措和监管等措施，力争 2020 年内全区新开工改造城镇老旧小区 1412 个，涉及居民住宅约 16.87 万套。此外，2021—2025 年期间，力争基本完成 2000 年底前建成的以及

部分 2001 年以后建成的城镇老旧小区改造。

2020/9/8	辽宁	省住建厅会同省发改委、省财政厅制定并下发了《辽宁省对老旧小区改造工作真抓实干成效明显地区开展激励支持暂行办法》，明确以工作机制创新为着力点，全面、系统、大力推进城镇老旧小区改造。《办法》指出，城镇老旧小区改造是重大民生工程和发展工程，为加快推动全省老旧小区改造工作，辽宁省决定对全省老旧小区改造工作成效明显城市开展激励支持。
		辽宁：发布老旧小区改造激励办法 最高可获 500 万补助资金

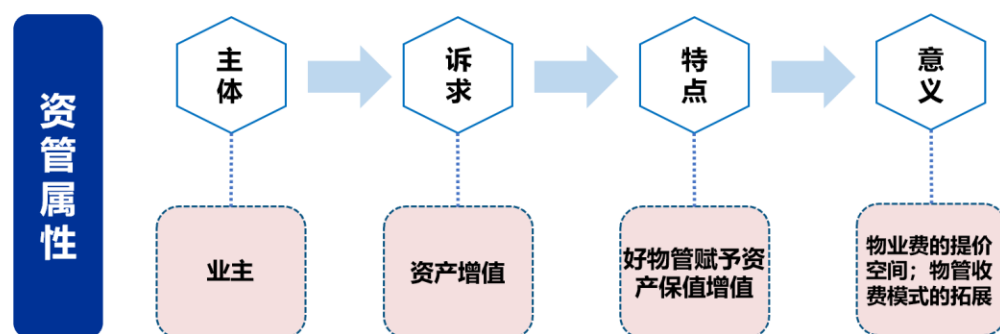
资料来源：观点地产网，申万宏源研究

3.4 小结：资管属性赋予物业费提价和收费模式拓展

我们认为，物业管理行业具备资管属性，并能帮助业主实现资产增值，其赋予未来行业物业费的提价以及收费模式的拓展。物业管理行业的资管属性致力于物业的保值增值，保证业主资产价值的最大化。随着我国社会消费升级的大趋势，以及我国资产积累已经初具规模，并且高品质的物业管理将赋予资产溢价，业主对于资产管理的需求也逐步增加，因而物业管理资产属性方面的业务需求也将大幅提升。

物业管理行业的资管属性意味着：一方面，考虑到我国目前物业费占比房价较低，预计我国未来物业管理资管属性的业务收入还有较大的提升空间，包括物业费的提升；另一方面，物业管理行业的资管属性意味着物业管理企业推动物业保值升值的同时，也将受益于物业保值升值，收费计价模式也或将相应改变，原先由物业管理服务数量作为物业费计价基准或将逐步演变为由代表资产价值的 AUM 作为物业费计价基准，行业的绝对空间将远超目前市场的认知，尤其头部物管公司的天花板将进一步打开。

图 32：资管属性总结



资料来源：申万宏源研究

4. 投资建议：准公服、消费、资管，三大价值再认识，维持“看好”评级

我们认为，我国物业管理行业同时兼具了准公共服务、消费、资产管理三大属性，并且同时兼顾政府、居民和业主等三大主体的利益，形成政府、居民、业主、物管四方共赢的局面，这种合作共赢的格局也将奠定行业更大的发展空间。对比海外，我国物业管理行业拥有空间巨大、围墙属性、集中度继承三大独有特色。目前物管板块平均估值对应2021/2022PE 为 27/20X，我们维持物业管理行业“看好”评级，推荐：碧桂园服务、融创服务、绿城服务、永升生活服务、宝龙商业、中海物业，建议关注：华润万象、新大正、新城悦服务等。

表 7：主流 AH 上市物业管理企业估值情况

公司代码	公司简称	收盘价	EPS				市盈率 PE			市净率 PB		归母净利润（百万元）				归母净利润增速		
		7月9日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E			
001914.SZ	招商积余	15.90	0.41	0.64	0.86	39	25	18	2	435	683	913	52%	57%	34%			
002968.SZ	新大正	46.54	1.22	1.12	1.58	38	42	29	9	131	182	257	26%	39%	41%			
603506.SH	南都物业	14.24	1.03	0.90	1.07	14	16	13	3	138	169	200	21%	23%	19%			
1516.HK	融创服务	26.70	0.25	0.40	0.64	91	56	35	7	601	1,247	1,990	123%	108%	60%			
0873.HK	世茂服务	25.20	0.34	0.55	0.90	63	39	24	8	693	1,290	2,136	80%	86%	66%			
6098.HK	碧桂园服务	76.00	0.98	1.25	1.89	66	52	34	14	2,686	4,048	6,114	61%	51%	51%			
2869.HK	绿城服务	9.26	0.23	0.30	0.40	34	26	20	4	710	965	1,304	49%	36%	35%			
2669.HK	中海物业	7.75	0.18	0.28	0.37	37	24	18	12	700	919	1,210	30%	31%	32%			
1995.HK	永升生活服务	17.64	0.24	0.37	0.55	62	40	27	9	390	621	921	74%	59%	48%			
1755.HK	新城悦服务	21.10	0.55	0.76	1.11	33	24	16	12	452	664	965	60%	47%	45%			
3319.HK	雅生活服务	33.10	1.32	1.64	2.16	21	17	13	5	1,754	2,328	3,067	43%	33%	32%			
1778.HK	彩生活	2.97	0.35	NA	NA	7	NA	NA	1	502	NA	NA	1%	NA	NA			
2606.HK	蓝光嘉宝服务	54.15	2.99	-	-	15	NA	NA	3	533	-	-	24%	NA	NA			
3662.HK	奥园健康	5.10	0.34	0.52	0.76	13	8	6	3	250	374	551	54%	49%	47%			
9909.HK	宝龙商业	26.60	0.49	0.69	0.96	46	33	23	7	305	444	621	71%	46%	40%			
2168.HK	佳兆业美好	26.80	1.51	2.10	3.24	15	11	NA	3	222	324	499	35%	46%	NA			
9983.HK	建业新生活	6.92	0.38	0.48	0.69	15	12	8	3	427	615	879	82%	44%	43%			
1538.HK	中奥到家	0.73	0.16	NA	NA	4	NA	NA	1	132	NA	NA	21%	NA	NA			
1922.HK	银城生活	4.54	0.25	0.34	0.46	15	12	8	6	67	90	124	103%	34%	NA			
0697.HK	首程控股	1.78	0.08	0.10	0.11	19	15	13	1	659	727	835	49%	10%	15%			
3913.HK	合景悠活	9.25	0.19	0.34	0.57	41	23	14	5	323	677	1,141	75%	110%	69%			
1502.HK	金融街物业	4.54	0.33	0.42	0.50	12	9	8	1	104	157	185	-1%	50%	18%			
1209.HK	华润万象生活	46.60	0.48	0.63	0.87	82	63	45	7	818	1,434	1,988	124%	75%	39%			
	平均值		0.62	0.66	0.94	34	27	20	5	567	855	1,233	55%	51%	41%			

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：盈利预测均为 Wind 一致预期，港股市值按 0.85 汇率计算。取 2021/07/09 收盘价。

5. 风险提示：行业人工成本上行超预期，行业增值服务探索不及预期

物业管理行业人工成本上行超预期，行业社区增值服务的探索和扩张不及预期，行业集中度提升不及预期等。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysec.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明