



中信证券
CITIC SECURITIES

珍惜高成长：政策支持供需相长，底层提效拓展飞跃

物业管理行业 2020 年年报总评 | 2021.4.6

中信证券研究部

核心观点



陈聪
首席基地产业分析师
S1010510120047



张全国
房地产行业联席首席分析师
S1010517050001



李金哲
地产分析师
S1010520090001



联系人：李宗儒

物业管理行业

评级 强于大市（维持）

物业管理行业供给侧良币不断淘汰劣币，规模化优势产能崛起，需求侧不断扩容和升维，物业管理全覆盖，基层治理全域化和后勤保障专业化等政策催化剂不断。我们认为，投资物业管理行业，就是投资优秀企业的高成长性。

■ 行业在 2020 年继续加速快跑。我们统计，24 家重点上市公司实现营业收入 1162 亿元，同比增长 40.5%，较过去两年进一步加速；实现归母净利润 165 亿元，同比增长 68.5%，较 2019 年加速。由于大公司市占率仍然超低，故而并不存在大基数公司增速慢的情况。2020 年底，这 24 家公司在管达到 37 亿平米，同比大增 36.0%，增速较过去两年提升。

■ 持续高增长来自政策支持下的供需相长。我国很少有其他传统服务业停留在市场化初兴阶段，但物业管理在 2017 年之前缺乏独立性，反而在近几年呈现出政策高度支持，需求不断升维和扩张，供给不断提效和增长的局面。这种局面，意味着微观上优秀物业管理公司急速前进，以顺应物业管理服务规模化全覆盖，后勤保障专业化社会化和基层治理全域化的需要。

■ 规模化提供品质服务的能力是第三方外拓加速的基础。由于科技的运用，人才的进步更迭和补充，管理能力的跃升，不少企业真正掌握了规模化提供品质服务的能力。这种能力具体表现为人均在管面积的提升和单位员工工资的上升并存，这也是规模和满意度均衡发展的底层前提。绿城服务等企业巩固了外拓的传统优势，而碧桂园服务等企业也锻炼出很强的外拓能力。

■ 并购是成功或者失败的加速器。我们认为，并购可以加速优秀企业走向规模经济，也会加速劣质企业暴露规模经营的问题。尽管资本市场现阶段并不认可并购，但由于规模经济门槛挑战日趋严峻，且不少企业资金充裕，我们预计短期并购市场热度仍会提升。到 2021 年下半年，我们认为有意向被并购的企业可能明显增多，并购市场或回归理性。

■ 增值服务仍受规模约束，科技服务成为最新亮点。业主增值服务整体增速远超总营收，在总营收中所占比例亦不断上升。增值服务发展空间广阔，束缚还是规模不够。好在行业公司已经进行了多个方向的增值服务探索，逐渐摸索出可行的发展方向，只需等待规模经济临界点。社区也有着丰富的科技应用和改造的落地场景，这一领域市场极为广阔，分拆独立运营或成未来趋势。

■ 风险因素：部分物业管理公司不具备规模化提供品质服务的能力，规模可能随时间瓦解的风险。并购市场短期对价过高，整合存在难度的风险。

■ 投资建议：提升效率，摘取规模的花朵；拥抱成长，收获科技的果实。我们认为，2021 年物业管理行业将彻底告别青涩期，迎来发展的黄金机遇期。这不仅意味着政策支持企业市场化做优做强，更意味着存量社区智能化改造方兴未艾，科技和管理的提效可能迎来质变，规模化提供品质服务成为可能，单盘盈利模型在更广阔空间跑通，增值服务在更大的作业面下酝酿提质。我们看好物业管理行业的发展，推荐绿城服务、保利物业、华润万象、金科服务、世茂服务、永升生活服务、碧桂园服务、新大正和招商积余。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价	股价	EPS (元)				PE			
		(交易币种)	(元)	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
华润万象生活	买入	45.25	38.11	0.36	0.66	0.85	1.13	105.9	57.7	44.8	33.7
绿城服务	买入	11.74	9.89	0.22	0.30	0.43	0.61	44.9	33.0	23.0	16.2
招商积余	买入	20.78	20.78	0.41	0.66	0.84	1.01	50.7	31.5	24.7	20.6
保利物业	买入	53.50	45.06	1.22	1.58	2.11	2.81	36.9	28.5	21.4	16.0
金科服务	买入	68.10	57.35	0.95	1.70	2.84	4.61	60.4	33.7	20.2	12.4
世茂服务	买入	17.40	14.65	0.29	0.57	0.96	1.50	50.5	25.7	15.3	9.8
融创服务	买入	23.90	20.13	0.19	0.40	0.66	0.93	108.1	50.2	30.3	21.8
新大正	买入	68.84	68.84	1.22	1.77	2.55	3.44	56.4	38.9	27.0	20.0
永升生活服务	买入	19.82	16.69	0.23	0.38	0.57	0.78	72.6	43.9	29.3	21.4
碧桂园服务	买入	78.25	65.90	0.91	1.42	2.24	3.26	72.4	46.4	29.4	20.2
中海物业	买入	7.27	7.27	0.21	0.27	0.37	0.49	34.6	26.9	19.6	14.8

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2021 年 4 月 2 日收盘价

目录

2020 年，行业公司加速小跑.....	2
快速增长从何而来：政策支持下供给需求双扩张.....	5
物业管理全覆盖和规模化——住宅物管需求扩张.....	5
基层治理全域化——传统物管升维和城市服务需求扩大.....	7
后勤保障社会化和专业化——公建和商写物管服务需求上升.....	8
供给侧——产能不断升级和扩大.....	8
急速外拓背后的效率提升故事.....	10
市场更加看重第三方外拓能力.....	10
外拓的基础：规模化提供品质服务的能力.....	11
一种特殊的外拓：基于朋友圈的合作.....	14
并购——成功或失败的加速器.....	15
双面并购.....	15
企业何以钟情并购？.....	16
并购市场——短期继续升温和中长期回归均衡.....	18
社区空间潜力十足，等待规模临界点.....	19
增值服务静待规模临界点.....	19
社区人工智能的应用场景广阔.....	21
风险提示：.....	23
提升效率，摘取规模的花朵；拥抱成长，收获科技的果实。.....	23

插图目录

图 1：重点上市公司营业收入及增长率	2
图 2：重点上市公司归母净利润及增长率	2
图 3：重点公司 2020 年营业收入（横轴）及三年复合增长率（纵轴）	3
图 4：重点上市公司在管面积及增长率	3
图 5：重点上市公司加权平均毛利率及增长率	3
图 6：重点公司合约面积及合约/在管比	4
图 7：重点公司 2020 年毛利率情况及差异	4
图 8：全国分线城市复业管理覆盖率	5
图 9：不同城市物业管理覆盖率	5
图 10：理想中的住宅运维资金体系构建	6
图 11：北京朝阳区麦子店街道收入和支出情况	7
图 12：北京朝阳区麦子店街道每年的决算结余	7
图 13：世邦魏理仕业务体系梳理	8
图 14：项目生命周期和提效三种途径	10
图 15：重点公司的在管面积市场占有率及行业在管总面积	10
图 16：绿城服务的智慧社区全域服务体系	12
图 17：滴滴出行的交通大脑管控系统	12
图 18：金科服务的车辆管理系统	12
图 19：万物云的智能门禁系统	12
图 20：四公司人均员工（不含外包）人均年收入的变化	14
图 21：中奥到家的收购面积和流失面积	16
图 22：彩生活历年收购面积与流失面积	16
图 23：小物业管理公司往往掉入二级市场低流动性、低估值的怪圈 横轴：公司营业收入（亿元），纵轴：PE（2020）	17
图 24：重点公司在手现金和增长率	17
图 25：物业管理板块自 2019 年三季度以来融资净额	17
图 26：重点公司在手货币资金情况	18
图 27：并购市场的资金供给与标的供给走势	18
图 28：业主增值服务占营业收入比例及其营收增长率	19
图 29：业主增值服务毛利率走势	19
图 30：绿城服务园区增值服务收入构成	20
图 31：碧桂园服务园区增值服务收入构成	20
图 32：绿城服务的智慧社区应用场景	22
图 33：万物云空间全联接平台	23
图 34：万物云数字罗盘系统	23

表格目录

表 1: 物业管理行业上市公司规模及估值总览	1
表 2: 重点公司的业绩增长目标	4
表 3: 《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》支持物业管理做大、做增值服务的表述	5
表 4: 不同物管企业在重点城市的市场占有率（按小区）	6
表 5: 珠海横琴岛城市公共空间管理与服务主要内容	7
表 6: 部分物业管理细分领域的市场现状	8
表 7: 重点公司的历年在管面积与合约面积走势	9
表 8: 各重点公司新增面积及变化来源	10
表 9: 非品牌公司的合约面积陷入增长困境（2020 年）	11
表 10: 龙头公司高管来源（不包含非执行董事和公司秘书）	12
表 11: 各公司人均在管面积走势（由于各公司外包比例各有不同，人均在管仅供同公司前后对比）	13
表 12: 与地产母公司“朋友圈”成立合资公司的案例	14
表 13: 上市公司 2020 年以来的收购物管公司的并购案例（不完全统计）	15
表 14: 分众传媒媒体数量与碧桂园服务对比	20
表 15: 万物云的四类科技服务	22
表 16: 重点公司盈利预测与估值表	23

截止 2021 年 4 月 4 日，已经有 44 家内地物管公司登陆资本市场，总市值达 8665 亿元人民币。物业管理板块在过去的一年里日渐壮大，龙头公司云集资本市场。还有几家大物管公司未登陆资本市场，且上市时间未定（万物云、龙湖智慧服务、金地物业等），但行业的股票供给格局基本稳定，短期未见大型 IPO 压力¹。

表 1：物业管理行业上市公司规模及估值总览 单位：亿元

证券简称	总市值	2020 年营业收入	2020 年归母净利润	市盈率 PE(2020)
碧桂园服务	1976.13	157.31	26.86	73.39
恒大物业	1439.27	105.12	26.48	54.22
华润万象生活	871.38	67.79	8.18	106.31
融创服务	625.79	46.90	6.01	103.90
雅生活服务	396.53	100.29	17.54	22.55
金科服务	375.09	33.59	6.18	60.59
世茂服务	347.03	50.32	6.93	49.96
绿城服务	320.38	101.14	7.10	44.99
永升生活服务	279.32	31.20	3.90	71.38
保利物业	249.76	80.38	6.74	36.99
招商积余	220.34	85.60	4.35	50.64
中海物业	201.60	56.10	5.89	34.14
新城悦服务	171.21	28.73	4.52	37.76
宝龙商业	139.64	19.23	3.05	45.66
合景悠活	138.74	15.18	3.23	42.84
卓越商企服务	96.64	25.69	3.25	29.67
蓝光嘉宝服务	77.08	27.48	5.33	14.42
建业新生活	77.01	26.79	4.27	18.01
新大正	73.98	13.10	1.31	56.38
时代邻里	51.31	17.60	2.33	22.01
滨江服务	49.44	9.60	2.20	22.46
远洋服务控股	48.55	21.97	2.58	18.80
正荣服务	45.95	11.03	1.72	26.71
彩生活	41.73	35.99	5.02	8.30
特发服务	39.33	-	-	-
佳兆业美好	34.50	17.32	2.22	15.51
星盛商业	32.72	4.42	1.27	25.74
建发物业	32.26	-	-	-
奥园健康	31.49	14.13	2.50	12.55
荣万家	28.77	18.07	2.64	10.88
南都物业	27.76	-	-	-
佳源服务	21.21	-	-	-
弘阳服务	15.41	7.69	0.70	22.03
金融街物业	15.28	11.31	1.04	14.60
和泓服务	14.50	4.17	0.56	25.67

¹ 目前还在上市流程中的有益中亘泰、中南服务、融信服务、禹佳生活服务、新希望服务、德信服务、世纪金源服务、朗诗绿色生活、中骏商管、领悦服务、康桥悦生活和越秀服务、新力服务、天誉青创智联服务等 14 家公司。

证券简称	总市值	2020 年营业收入	2020 年归母净利润	市盈率 PE(2020)
银城生活服务	10.98	9.65	0.67	16.27
第一服务	10.55	7.73	0.95	11.09
鑫苑服务	10.15	6.72	1.38	7.36
中奥到家	6.20	17.58	1.32	4.70
浦江中国	6.05	7.64	0.26	23.02
祈福生活服务	4.97	4.21	1.29	3.85
兴业物联	3.98	2.13	0.44	9.13
宋都服务	3.37	2.58	0.33	10.31
烨星集团	2.39	-	-	-

资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部

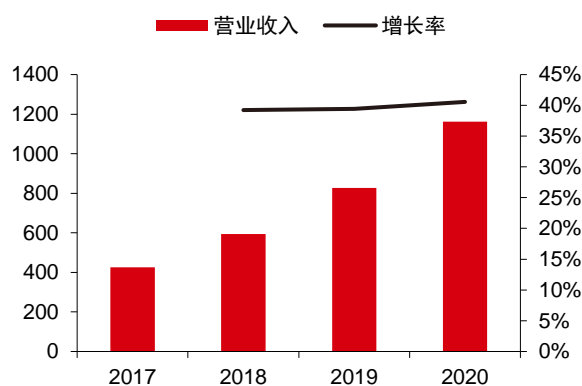
而这 44 家公司，规模和估值呈现明显的分化。市场的投资主轴是由规模到效率的转变，是生态系统的营造。对于没有平台化可能的中小物管企业而言，市场关注度较低。尾部公司面临既无流动性，又无估值的窘境。考虑到研究的代表性和严谨性，我们本次采用表 1 公司中市值大于 40 亿人民币的 24 家公司作为研究样本（以下简称“重点公司”）。这 24 家公司总市值达到 8313 亿元，占行业的 95.9%，已经具有足够的代表性。

■ 2020 年，行业公司加速小跑

整体而言，2020 年行业公司呈现加速小跑的发展趋势。24 家重点公司，在经历了几年的规模扩张之后，其增长速度不减反增。2020 年，重点公司实现营业收入 1162.22 亿元，同比+40.56%。较 2018、2019 年的增速 39.24%、39.41%进一步提高。营业收入已经达到 2017 年的 2.73 倍。

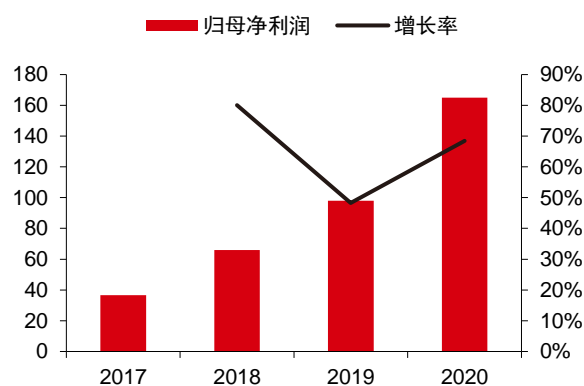
归母净利润的增长则更为迅猛，2020 年，重点公司实现归母净利润达 164.96 亿元，加权平均归母净利率为 14.19%，同比+68.49%。而 2018、2019 年的增速为 80.06%、48.28%。重点公司的盈利能力提升明显，归母净利润已经达到 2017 年的 4.50 倍。

图 1：重点上市公司营业收入及增长率 单位：亿元



资料来源：公司公告，中信证券研究部

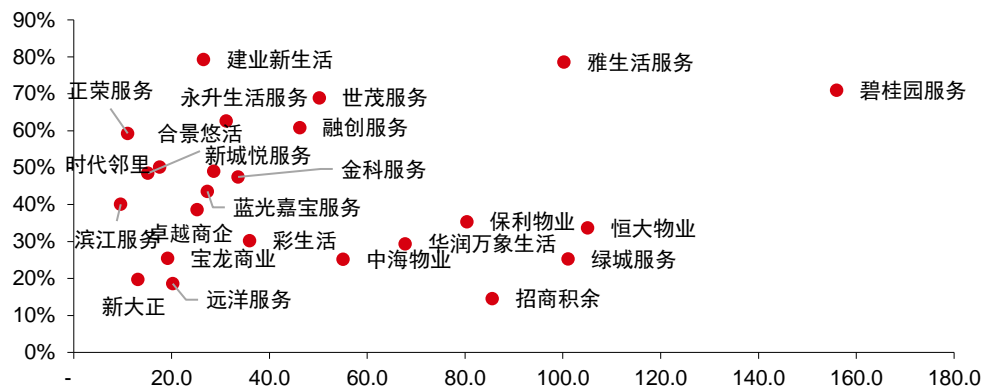
图 2：重点上市公司归母净利润及增长率 单位：亿元



资料来源：公司公告，中信证券研究部

我们并没有见到大公司因为基数而增长明显放慢的情况。由于整个行业空间极为广阔，整个行业的增速和公司当前的规模相关性不高，存在一些大公司实现较快增长。

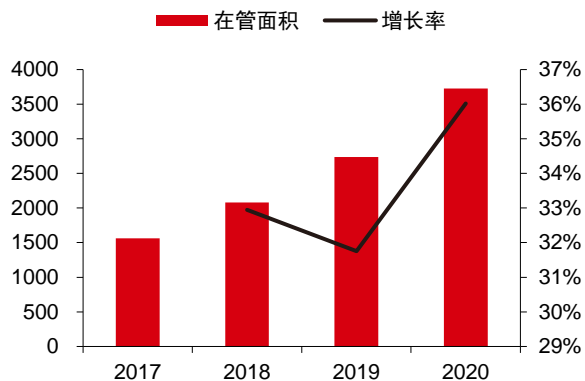
图 3：重点公司 2020 年营业收入（横轴）及三年复合增长率（纵轴） 单位：亿元



资料来源：公司公告，中信证券研究部

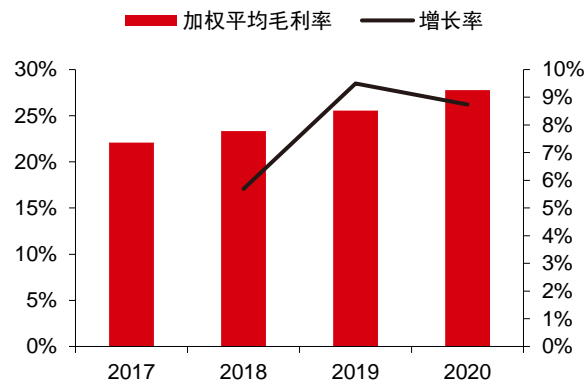
重点公司的在管面积和同比增速也再创新高，截止 2020 年 12 月 31 日，重点公司在管面积已达 37.25 亿平方米，同比+36.02%，增速较 2018、2019 年的 32.95%、31.75% 进一步提高。

图 4：重点上市公司在管面积及增长率 单位：百万平



资料来源：公司公告，中信证券研究部

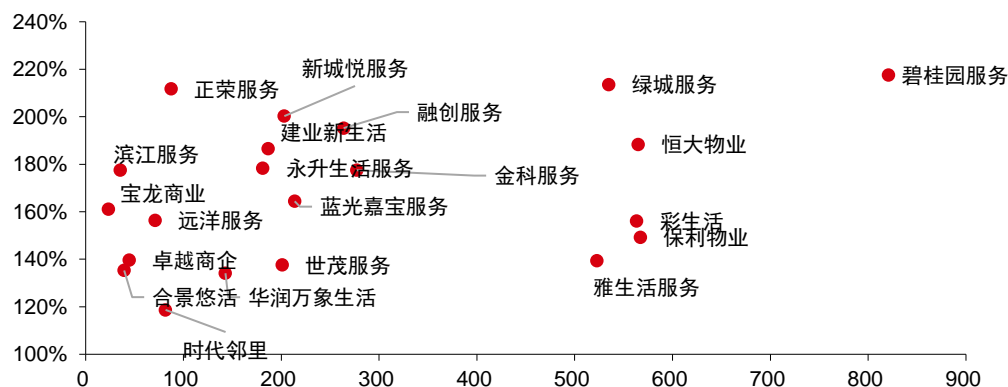
图 5：重点上市公司加权平均毛利率及增长率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

从合约面积的角度来看，重点公司多有充足的增长储备。碧桂园服务、绿城服务等龙头公司合约/在管比大于 2，短期增长确定性非常高。

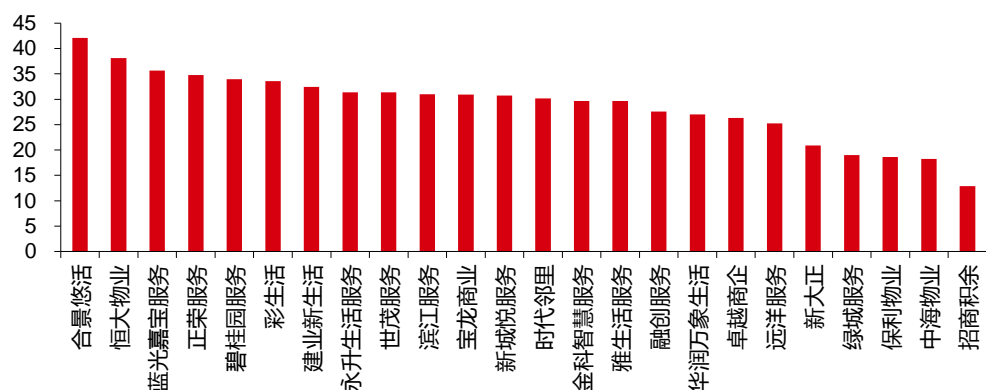
图 6：重点公司合约面积及合约/在管比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

重点公司的毛利率水平亦在 2020 年继续上升，达到 27.78%，创近年新高。2017 年仅为 22.08%。3 年时间提升 5.70 个百分点。重点公司的毛利率差异跨度依旧较大，从 42.1% 到 12.9% 不等。

图 7：重点公司 2020 年毛利率情况及差异



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2020 年，重点公司在规模扩大的同时，加速小跑，增长率没有收到基数扩大的影响。而对于 2021 年及以后的增长预期，近期，重点公司反而提出了更快的增长目标，将市场的增长预期进一步抬升。提出“A 年 B 倍”增长目标的公司 2020 年年报季屡见不鲜。

表 2：重点公司的业绩增长目标

公司名称	目标
碧桂园服务	2025 年实现千亿营收
恒大物业	平均每月拓展面积不低于 3000 万 m ² ，2021 年合约面积不低于 8 亿 m ² ，在管面积突破 6 亿 m ²
世茂服务	未来三年营收增长 5 倍
新城悦服务	2023 年归母净利润要达到 2020 年的三倍
绿城服务	计划 5 年营收增长 5 倍
华润万象生活	物管 2025 年在管面积 4 亿，其中非置地占 50%；商管购物中心在营 150 个，5 年外拓 50 个项目

公司名称	目标
新大正	2025 年营业收入较 2020 年上涨 360%，净利润上涨 280%
中海物业	面积、收入、利润等主要指标 5 年内 CAGR 不低于 30%
金科服务	营业收入 5 年增长 10 倍

资料来源：各公司公开业绩发布会，中信证券研究部

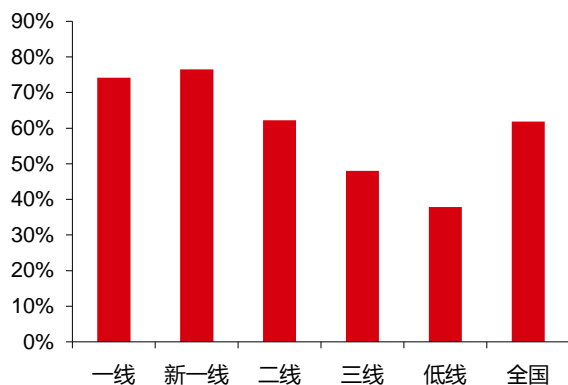
规模扩大后反而加速小跑，背后是有何原因？未来增长预期进一步抬升，又是否有实现基础呢？

快速增长从何而来：政策支持下供给需求双扩张

物业管理全覆盖和规模化——住宅物管需求扩张

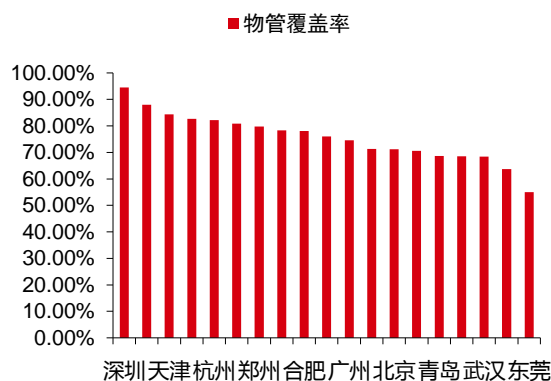
到 2021 年初，十部委发布《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》，明确提出逐步实现物业管理全覆盖的目标。在此之前，各地已经进行了大量探索，北京提出了物业管理覆盖率到 2022 年上升到 90% 以上的目标。目前，我国城市物业管理服务的覆盖率约为 62%，近几年将有迅猛的提升空间。

图 8：全国分线城市物业管理覆盖率



资料来源：贝壳，相关公司公告，中信证券研究部测算，注：样本共 134 个城市

图 9：不同城市物业管理覆盖率



资料来源：贝壳，相关公司公告，中信证券研究部测算

较之全覆盖来说更为紧迫的是规模化。作为居民社区生活服务的短板，物业管理公司极为分散的市占率情况，和大多数小公司极传统的作业模式，都意味着品质化是政策端的强诉求。规模化意味着品质化，也意味着基层治理风险的下降。社会更加稳定和谐。由此出发，鼓励成立业主委员会，便利成立物业管理委员会，便利提取业主维修资金，都成为题中之意。

表 3：《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》支持物业管理做大、做增值服务的表述

主要章节	详细条款	重点及变化
提升物业管理服务水平	扩大物业管理覆盖范围。	暂不具备设立业主大会条件的，探索组建由社区居民委员会、业主代表等参加的物业管理委员会，临时代替业主委员会开展工作。
	提升物业服务质量。	支持物业服务企业兼并重组，推动物业服务规模化、品牌化经营，提升整体服务水平。
	完善物业服务价格形成机制。	物业服务价格主要通过市场竞争形成，由业主与物业服务企业在物业服务合同中约定服务价格，可根据服务标准和物价指数等因素动态调整。提倡酬金制计费方式。

主要章节	详细条款	重点及变化
推动发展生活服务业	提升物业服务行业人员素质。	物业服务企业在保障安全、业主共同决策同意的前提下，可利用闲置房屋用于员工住宿。符合条件的员工优先纳入住房保障范围。
	加强智慧物业管理服务能力建设。	鼓励物业服务企业运用物联网、云计算、大数据、区块链和人工智能等技术，建设智慧物业管理服务平台，提升物业智慧管理服务水平。采集房屋、设施设备、业主委员会、物业服务企业等数据，共享城市管理数据，汇集购物、家政、养老等生活服务数据，确保数据不泄露、不滥用。依法依规与相关部门实现数据共享应用。
	提升设施设备智能化管理水平。	
	促进线上线下服务融合发展。	鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸，探索“物业服务+生活服务”模式，满足居民多样化多层次居住生活需求。

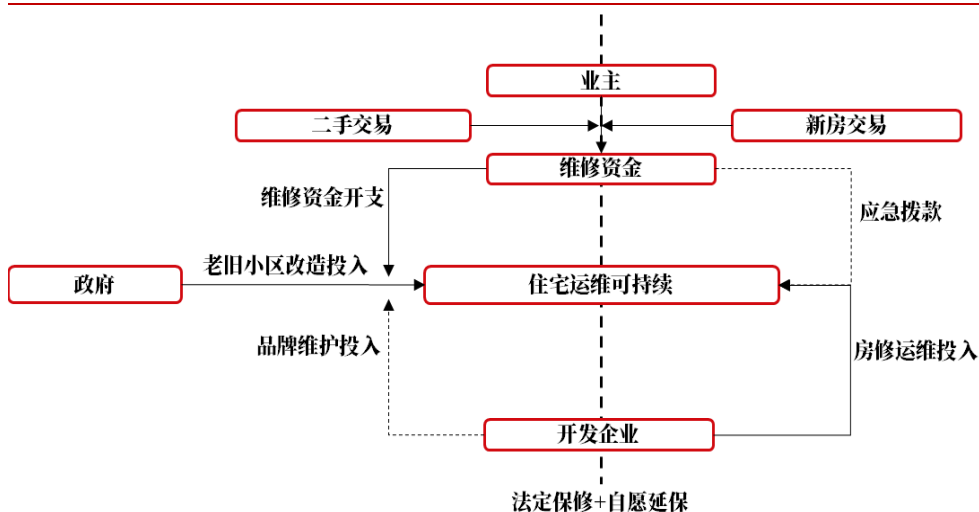
资料来源：住房与城乡建设部等十部委，中信证券研究部

表 4：不同物管企业在重点城市的市场占有率（按小区）

公司	上海	成都	北京	天津	郑州	武汉	重庆	广州	杭州	西安
万科物业	1.0%	0.8%	1.4%	1.2%	1.1%	1.7%	1.1%	1.1%	2.3%	0.9%
碧桂园服务	0.9%	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	1.4%	0.6%	2.6%	0.3%	0.3%
绿城服务	0.4%	0.0%	0.4%	0.2%	0.6%	0.3%	0.3%	0.1%	6.9%	0.2%
保利物业	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%	0.2%	1.2%	1.2%	1.8%	0.3%	0.3%
恒大物业	0.1%	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	1.1%	0.4%	0.1%	0.6%
金地物业	0.5%	0.1%	0.6%	0.3%	0.2%	0.7%	0.1%	0.2%	0.5%	0.6%
龙湖智慧服务	0.2%	0.5%	0.3%	0.1%	0.5%	0.0%	2.4%	0.1%	0.9%	0.6%
雅生活服务	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	1.2%	0.1%	0.1%
融创服务	0.1%	0.2%	0.2%	0.7%	0.2%	0.3%	1.6%	0.1%	0.2%	0.5%
华润万象生活	0.1%	0.4%	0.8%	0.1%	0.1%	0.4%	0.3%	0.0%	0.1%	0.3%
世贸服务	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	1.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%
招商积余	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%
金科服务	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	2.3%	0.0%	0.1%	0.1%
永升生活服务	0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	0.0%

资料来源：贝壳网，中信证券研究部 注：数据来自我们此前的报告《数据仓库系列—中国物业管理行业定价洞察》（2020/02/10）

图 10：理想中的住宅运维资金体系构建



资料来源：中信证券研究部整理

基层治理全域化——传统物管升维和城市服务需求扩大

疫情之后，物管行业的升维是永久性的，不是暂时性的。全域化的基层治理并不缺乏预算投入，而是缺乏多元可靠的抓手。市场化机制的物业管理公司不可能替代政府在基层治理中的角色，但可以成为政府治理的有效市场化抓手。

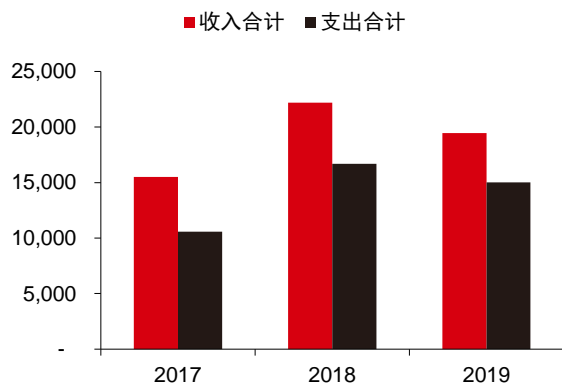
基层治理全域化的要求，一方面助力住宅物业的升维发展，即住宅物业的单盘盈利模型更容易取得平衡（在政策助力之下），存量拓展更容易实现；另一方面也推动城市服务这个几千亿规模的市场产生。

表 5：珠海横琴岛城市公共空间管理与服务主要内容

项目	具体内容
保障政府机关后勤	卫生和保洁工作、安保工作、绿化养护、设备及建筑物维保、会议服务、其他后勤服务
深入居民社区治理（自然村）	公共关系建立和维护、住户日常联系沟通、住户咨询与投诉处理、公共秩序维护、违章建筑监管、广告巡查监管、“七乱一占”市容环境卫生的巡查管理、紧急及突发事件处理
大物业、大综合、大法治城市管理服务（全面深入协助综合执法局业务）	司法所特殊保卫及法律服务中心前台接待；政法办文件撰写、社区网格员管理、宣传巡查等；综合执法局各大队的行政、特保、辅助执法、公文/文书、协调处理案件等工作；指挥中心行政、特保、业务、辅助执法；办公室保洁、日常事务；创新办辅助。辅助处理紧急情况、应急维稳、反恐等。
横琴指挥中心统筹管理采购服务（辅助物业城市的标准制定和管理）	配合执法局编制“物业城市”白皮书、实施方案，建立“物业城市”管理服务标准；负责各物业城市服务项目的对接工作，辅助综合执法局和指挥中心进行日常工作。
辅助信访矛盾调解服务	组织调解员，接待来访群众，接受调解申请。开展建设、劳动纠纷的现场巡查、调查等工作。
口岸及建筑工地疏导点管理（区域市集管理）	区域内摊贩管理、各项费用收取及核算，日常安保及管理，日常保洁。
城市管理及国有土地储备管理	重点区域“七乱一占”市容环境卫生的巡查管理和简易投诉处置，道路污染、工地文明施工、流动摊贩、占道经营、派发广告等监管巡查和简易处置，国土储备管理及日常巡查、案件处理。夜间执法。
智慧停车管理与服务	红旗村及 9 个自然村智能停车现场管理服务。

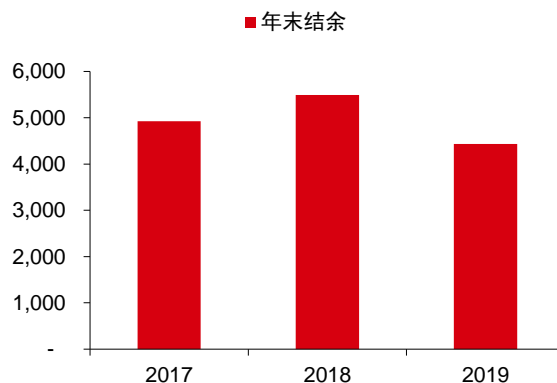
资料来源：中国政府采购网，中信证券研究部

图 11：北京朝阳区麦子店街道收入和支出情况（万元）



资料来源：朝阳区政府，中信证券研究部

图 12：北京朝阳区麦子店街道每年的决算结余（万元）

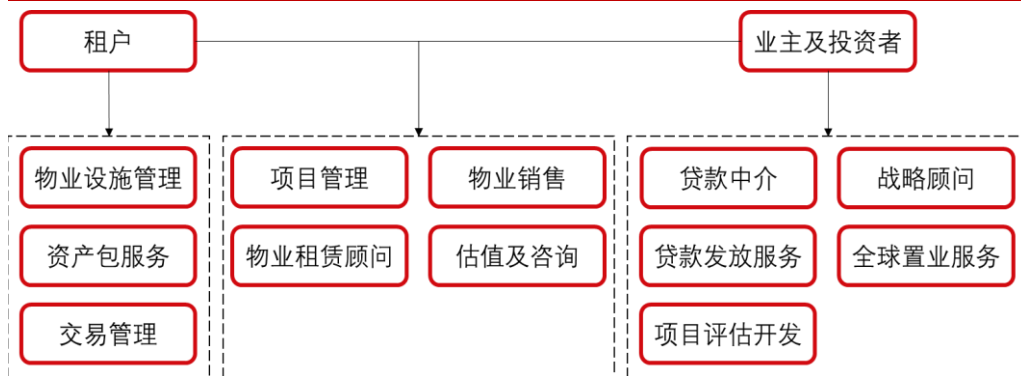


资料来源：朝阳区政府，中信证券研究部

后勤保障社会化和专业化——公建和商写物管服务需求上升

后勤保障社会化和专业化并非最近的事情，但一直在深入当中。这一方面意味着商写物业管理的服务更趋综合化，另一方面则意味着公建（学校、医院、机场、会展等）大量增量的空间服务需求。

图 13：世邦魏理仕业务体系梳理



资料来源：世邦魏理仕公告，中信证券研究部

表 6：部分物业管理细分领域的市场现状

细分领域	市场规模估计	社会化率	备注
写字楼	1000 亿	接近 100%	TOP500 企业写字楼管理面积达 10.98 亿平方米，总物业费收入 497.19 亿元。保守预计 TOP500 的市场占有达到 70%，则综合市场规模约有 700 亿元。国内与国外同行服务内容相差较远，国外同行在写字楼的服务包含了团餐、员工关怀等其他后勤部门承担作用，实际潜在市场规模预计超过 1000 亿。
产业园区	1000 亿	10%以下	TOP500 企业产业园区管理面积达 7.39 亿平方米，总物业费收入 120.83 亿元。而 2008 年-2018 年全国工业用地出让即达到 115.6 亿平方米，行业在管面积相对较小，多数由企业自行管理。预计实际规模亦超过 1000 亿。
高校	2000 亿	18%-28%	2000 亿是 2021 年预估数据，还有约 36%-49% 的高校实现后勤部分社会化。个性化服务和管家服务覆盖率还很低，扩容和做深空间都不小。
医院	1000 亿	一二线接近 100%，三四线接近 60%	服务还主要是保洁保安前台等，医疗机构配餐，基本医疗设备维护等社会化程度还很低，做深空间很大

资料来源：中国物业管理协会，测算来自于中物协

供给侧——产能不断升级和扩大

物业管理行业不仅有需求侧的快速成长，还有供给侧产能的持续升级和扩大。在我国，很少见到另一个行业，需求侧能有如此迅猛的增长，市场结构如此分散，同时供给侧还能走向差异化，良币不断淘汰劣币，政策对此还格外支持。这种特征的行业在 1990 年代很多见，如今却很少见，因为我国市场经济体系已经发育多年，照理说如果是政府鼓励的行业，不会停留在市场化初期的阶段。唯有物业管理行业，因为在 2017 年之前并不视为一个独立行业存在，所以在 2021 年时行业反而呈现一种市场化改革初兴，优秀公司急速前进的局面。

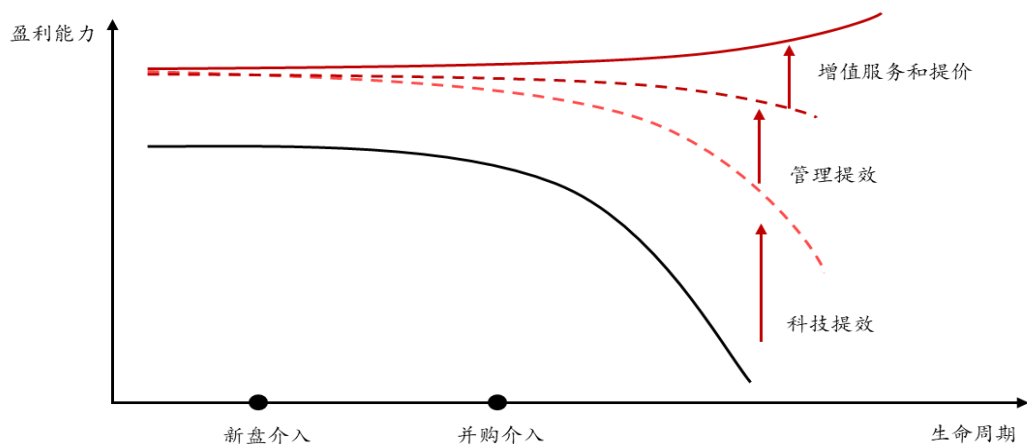
表 7：重点公司的历年在管面积与合约面积走势 单位：百万平方米

公司名称	2017		2018		2019		2020	
	在管面积	合约面积	在管面积	合约面积	在管面积	合约面积	在管面积	合约面积
碧桂园服务	122.8	329.5	181.5	505.0	276.1	684.7	377.3	821.0
保利物业	106.2	184.5	190.5	361.5	287.0	498.1	380.1	567.2
恒大物业	138.3	326.7	184.4	422.5	237.9	505.1	300.0	565.0
彩生活	276.2	404.3	363.2	553.7	359.7	562.0	361.0	563.4
绿城服务	137.8	287.8	170.4	362.5	212.4	445.6	250.5	534.8
雅生活服务	78.3	126.1	138.1	229.8	234.0	356.2	374.8	522.6
招商积余	106.5		119.5		152.7		190.9	
中海物业	128.3		140.9		151.4		182.3	
金科服务	62.4	139.1	89.7	189.8	120.5	248.6	156.2	277.2
融创服务	20.0	57.4	28.6	96.9	53.0	157.7	135.1	263.8
蓝光嘉宝	44.0		60.6	73.6	71.7	116.9	130.0	213.7
新城悦服务	36.3	67.8	42.9	112.2	60.2	152.8	101.4	203.1
世茂服务	42.6	45.7	45.0	60.4	68.2	100.9	146.1	201.1
建业新生活	20.4		25.7		57.0	114.7	100.0	186.6
永升生活服务	26.5	33.4	40.2	65.6	65.2	110.6	101.6	181.2
华润万象生活	61.2	66.9	77.7	97.3	92.1	118.1	106.6	142.9
正荣服务	9.4	16.2	12.6	24.9	22.9	37.0	41.3	87.4
时代邻里	16.0		18.8		38.4	49.3	68.8	81.7
新大正		60.1		62.7		70.0		80.0
远洋服务	29.5	35.6	37.3	50.4	40.5	59.4	45.5	71.1
卓越商企	11.4	13.1	14.6	20.1	23.5	33.2	32.0	44.7
合景悠活	10.9		11.8		18.3		29.1	39.4
滨江服务	8.6	13.7	11.6	20.8	14.4	26.8	20.0	35.5
宝龙商业	9.7	12.0	10.2	14.8	11.5	19.5	14.4	23.2

资料来源：公司公告，中信证券研究部

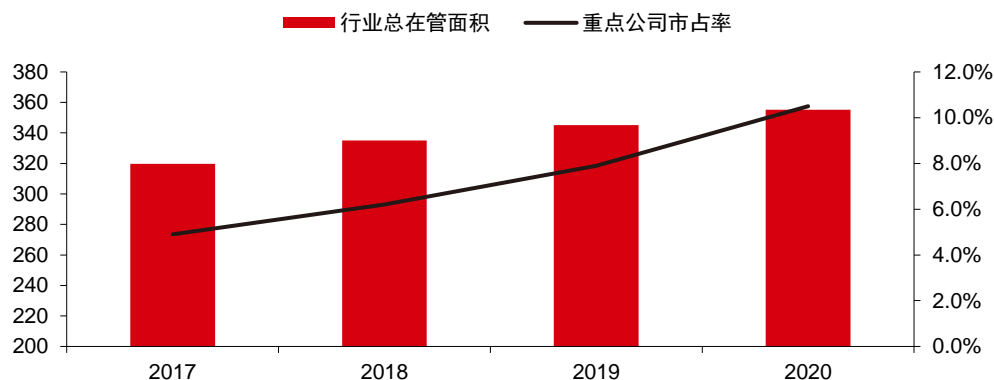
这种急速前进，当然不只是公司在管和合约面积的扩大，更是公司不断提升效率，打通单盘盈利模型，增加优质产能的高质量发展。行业整体蛋糕还在迅速扩大，产业市占率极低，供给侧优秀公司规模经济初现成效，各大公司潜在发展空间极大，预计未来 3-5 年仍将延续很快的收入和利润增速。

图 14：项目生命周期和提效三种途径



资料来源：中信证券研究部绘制

图 15：重点公司的在管面积市场占有率及行业在管总面积 单位：亿平方米



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自卓越商企服务招股说明书），中信证券研究部测算

注：这里的分母并未使用全覆盖的社会房屋总数，而是第三方关于物业管理现状在管面积的数字，且未包含不能以面积衡量的城市服务等业务，故而此处的大公司市占率应该是高估的。

急速外拓背后的效率提升故事

市场更加看重第三方外拓能力

规模扩张又分为两个主要的类别，即第三方外拓和并购。第三方外拓是建立在品牌业主满意度的基础上，且少耗费资金，更少并购整合之累，新盘拓展房源又较新，故而我们认为是风险更小的一种拓展模式。

表 8：各重点公司新增面积及变化来源 单位：百万平方米

合约面积口径	关联方交付	收并购	外拓面积	退盘
绿城服务	13.91		82.59	(7.30)
碧桂园服务	47.98	15.67	72.65	
世茂服务	6.50	71.00	23.50	
融创服务	44.88	50.35	11.62	

合约面积口径	关联方交付	收并购	外拓面积	退盘
保利物业	30.35	1.50	37.23	
金科服务	18.72	未公告重大并购	27.54	(17.65)
在管面积口径	关联方交付	收并购	外拓面积	退盘
绿城服务	4.33	-	41.07	(7.30)
保利物业	23.59	1.50	68.09	
雅生活服务	11.40	158.90	28.00	
永升生活服务	4.04	2.42	36.83	(6.90)
华润万象生活 (非商管)	6.51	未公告重大并购	7.97	
金科服务	17.96	未公告重大并购	27.71	(10.00)
招商积余	10.60	未公告重大并购	27.64	
新城悦服务	17.58	16.00	10.73	(3.04)
正荣服务	8.48	-	10.14	(0.28)
时代邻里	3.96	21.88	6.82	(2.27)
佳兆业美好	4.04	4.02	4.50	(1.27)

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：部分企业未披露退盘面积，新增面积结构为中信证券研究部的推算

几年前，只有少数公司（如品牌物业管理公司绿城服务）在开展外拓，如今不少开发企业背景的公司不再局限于内部服务，而是加速外拓。当然，也有一些品牌和效率相对弱一点的公司，外拓方面遇到阻力——上市公司中的典型则是彩生活和中奥到家。

表 9：非品牌公司的合约面积陷入增长困境（2020 年） 单位：百万平方米

公司名称	新订合约	终止合约	年末合约面积
彩生活	7.66	6.11	551.66
中奥到家	5.28	5.23	72.01

资料来源：公司公告，中信证券研究部

外拓的基础：规模化提供品质服务的能力

过去物业管理行业面积的增长，往往有服务品质的掣肘。若是拓展过快，则有可能面临服务品质的下降。龙头公司反而主动控制面积扩张规模，以保证业主满意度。而面积扩张限制，则来自于一线项目经理的供给和培养速度。故而，30%的自然增长率在传统管理模式几乎已经是极限（3 年培养一名成熟的项目经理）。

当前的外拓，则显示出“面积拓展加速，品质把控不失速”的新特征。这也是行业公司之所以能喊出快速的增长目标的底气所在。这种变化来自于物业底层管控的升级，也是过去几年头部公司的悄然变化。

科技赋予的管理能效提升，使得服务和管理标准化，跳脱出传统的增长曲线。科技主力的服务体系，降低了对个体主观能动性的依赖，服务的快速复制和标准化复制成为可能。

图 16：绿城服务的智慧社区全域服务体系



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 17：滴滴出行的交通大脑管控系统



资料来源：公司官网，中信证券研究部

新硬件的应用，也使得行业从劳动密集型转向劳动专业性，进一步提高了服务的标准化。

图 18：金科服务的车辆管理系统



资料来源：公司调研，中信证券研究部摄

图 19：万物云的智能门禁系统



资料来源：公司官网，中信证券研究部

物业管理公司“灵魂”亦发生变化。在过去五年时间，开发企业的一些优秀人才的确向物管公司流动。这种人员流动本质上是劳动关系的变更，一个人才愿意从一个企业到另一个企业，从干地产行业到干物业行业，这没有任何关联交易的问题和争议。即便是老物业人，水平和认识也有了明显的提高。大量的人才支持，战略观支持，可能成为物业管理未来成功的保障。

表 10：龙头公司高管来源（不包含非执行董事和公司秘书）

重点公司	管理层数量	老物业管理人	开发企业流入	其他
碧桂园服务	10	4（李长江，肖华，余向东，袁鸿凯）	1（杨惠妍）	5（黄鹏：财务，龚顺松：物流，李家麟：融资，徐彬淮：物流，郭战军：人力资源）
保利物业	9	3（赵广峰，刘宝裕，靳勤）	3（黄海，吴兰玉，尹超）	3（邹福顺：行政管理，杨文波：工程，杨杨：财务）
华润万象生活	7	1（罗冰）	6（李欣，王海民，魏小华，阳	0

重点公司	管理层数量	老物业管理人	开发企业流入	其他
			红霞, 喻霖康, 郭瑞锋)	
金科服务	3	2 (夏绍飞, 罗传嵩)	1 (徐国富)	0
绿城服务	9	6 (李海荣, 杨掌法, 吴志华, 金科丽, 周宏, 翁亚飞)	1 (徐亚萍)	2 (陈浩: 金融, 原卫东: 计算机)
世茂服务	6	1 (曹士扬)	4 (许世坛, 叶明杰: 工程, 吕铭强: 工程, 秦准: 工程)	1 (蔡文为: 财务)
永升生活服务	4	1 (周洪斌)	2 (林中, 周迪)	1 (梁斌: 人力资源)
招商积余	7	2 (赵肖, 谢水清)	1 (聂黎明)	4 (陈海照: 物流, 王苏望: 投行, 杨祥: 行政, 张秀成: 财务)
新城悦服务	7	1 (王中琦)	5 (戚小明, 兰子勇, 吴倩倩, 左卫, 刘曦玥)	1 (尤建峰: 金融)
恒大物业	8	5 (胡亮, 陈相, 方舜, 葛晓, 韩超)	3 (赵长龙, 安丽红, 王震)	0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

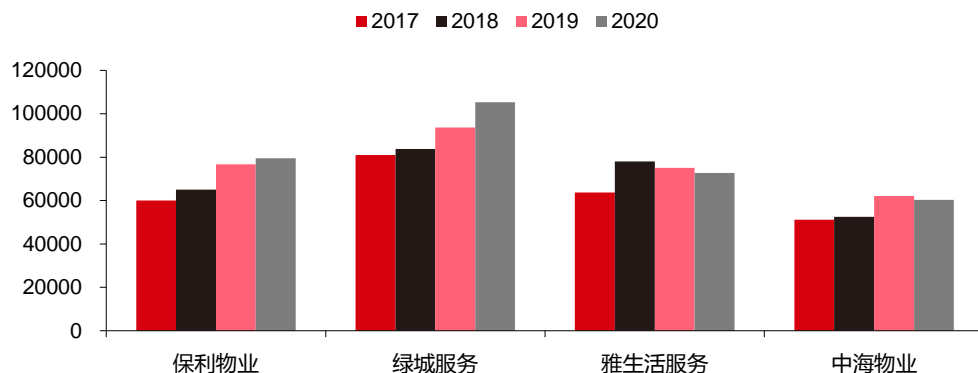
物管的基层管控在此影响下, 亦出现了明显的提升。各公司人均在管面积的均出现明显上升态势, 这也带动了人均收入的提升。是整体效率提升的表现, 越是大公司, 管控能力越强, 提升的效果也就越明显。

表 11: 各公司人均在管面积走势 (由于各公司外包比例各有不同, 人均在管仅供同公司前后对比) 单位: 平方米/人

公司名称	2017	2018	2019	2020
建业新生活			13,525.5	18,474.0
金科智慧服务			11,499.2	17,832.0
永升生活服务		6,633.5	8,628.9	9,020.7
正荣服务			5,101.9	8,905.5
保利物业	4,052.1	5,688.9	7,400.6	8,570.9
蓝光嘉宝服务		6,121.2	6,238.0	7,893.1
绿城服务	6,676.7	6,822.8	7,285.9	7,850.0
恒大物业		3,635.0	4,684.0	7,464.0
佳兆业美好	5,219.1	5,380.0	5,678.6	6,713.5
雅生活服务			6,138.1	6,706.1
彩生活			6,779.1	6,563.5
弘阳服务			4,342.4	6,557.1
世茂服务			6,114.2	6,003.9
碧桂园服务	5,023.0	5,285.0	5,218.0	5,687.0
融创服务			2,683.0	4,840.8
招商积余			3,890.2	4,785.9
中海物业	4,274.7	3,901.4	3,670.8	4,015.6
滨江服务	2,689.6	3,080.8	3,570.5	3,631.7

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 20：四公司人均员工（不含外包）人均年收入的变化



资料来源：公司公告，中信证券研究部

我们注意到，行业基层员工的在管面积提升，公司单位在管面积分摊的人力成本下降，而单位人工的工资在上升。员工年收入的提升并非坏事，这可能意味着行业底层可以跟得上社会进步的步伐——因为整个物业管理行业的员工年收入在劳动密集型行业中是偏低的。

至今为止，大多数公司操作界面仍然是传统的，低效的，有巨大提升空间的。这意味着优秀公司打造中后台系统的努力还会加速，而这种努力会带来大公司市占率大幅提升（表现为外拓的合理性），以单位面积更少量的员工提供更高满意度的服务，并在全社会规模化复制这种服务。

我们认为，这就是大公司得以快速外拓的根本原因。

一种特殊的外拓：基于朋友圈的合作

由于关联的房地产企业有一些开发合作的朋友，更容易在多项目层面成立合资公司，既规避了并购整合的高对价问题，又大规模增加了第三方外拓的规模。

表 12：与地产母公司“朋友圈”成立合资公司的案例

公司名称	合作对象
保利物业	怀化经济开发区舞水国有资产经营管理有限公司
	九江工投控股发展有限公司
	宁乡城投
	衢州市城市资产经营有限公司
绿城服务	中交城投
	新疆兵团合资公司
	成都城投
	赤峰市红山区政府
融创服务	南昌市政资产
	天津市南开区政府
万物云	首创置业
	首开股份

资料来源：企业信用信息公示系统。中信证券研究部

■ 并购——成功或失败的加速器

双面并购

我们从不认为并购一定是错的。如果一家公司掌握了效率制胜的关键，利用资金优势迅速扩大规模是完全合理的。酒店管理的龙头华住是开展过关键并购的，产业互联网龙头贝壳也是进行过并购的。

但我们的确认为，并购是成功或者失败的加速器。如果企业是具备规模化复制品质服务能力的，且其具备规模整合能力（正如当年的贝壳），那么并购将是巩固其产业优势的最好路径。如果企业没有规模化提供品质服务的能力，或整合协同实力不足，那么并购将加速暴露其短板。

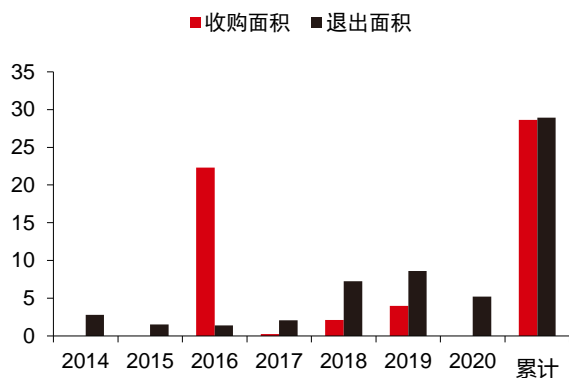
表 13：上市公司 2020 年以来的收购物管公司的并购案例（不完全统计）

公司	收购日期	收购标的	收购对价 (亿元)	股权比例 (%)	2019PE	2020PE
永升生活服务	2020 年 2 月	青岛银盛泰物业	0.09	50	4.7	-
时代邻里	2020 年 3 月	广州市浩晴物业	0.33	100	8.6	-
世茂服务	2020 年 3 月	福晟生活服务	-	51	-	-
奥园健康	2020 年 4 月	乐生活智慧社区服务	2.48	80	-	-
新城悦服务	2020 年 5 月	成都诚悦时代物业	1.05	61.5	10.4	9.8
时代邻里	2020 年 5 月	广州市耀城物业	0.15	100	-	-
奥园健康	2020 年 5 月	宁波宏建物业	0.37	65	-	-
时代邻里	2020 年 6 月	上海科箭物业	2.34	51	16.1	14.6
佳兆业美好	2020 年 6 月	宁波朗通物业	0.27	60	-	-
碧桂园服务	2020 年 7 月	城市纵横	5.12	65	10.5	10.5
世茂服务	2020 年 7 月	北京冠城	-	100	-	-
世茂服务	2020 年 7 月	浙江翔宇及浙大新宇	6.15	62.5/26	-	-
蓝光嘉宝	2020 年 10 月	2 家物管公司	2.13	90	14.6	-
碧桂园服务	2020 年 10 月	满国康洁	24.50	70	18.3	15.9
新城悦服务	2020 年 11 月	大连华安物业	0.63	60	9.7	8.8
碧桂园服务	2020 年 11 月	福建东飞	8.71	60	14.3	12.1
蓝光嘉宝	2020 年 11 月	上海上置物业	1.59	60	12.8	-
时代邻里	2020 年 12 月	成都合达联行科技	2.97	49	14.4	-
佳兆业美好	2020 年 12 月	浙江瑞源物业	1.08	60	18.0	15.0
弘阳服务	2020 年 12 月	汇得行物业	2.16	80	22.9	-
奥园健康	2020 年 12 月	北京博安物业	0.87	100	5.6	-
永升生活服务	2020 年 1 月	彰泰服务	4.34	65	13.1	11.1
合景悠活	2021 年 1 月	雪松智联科技	13.16	80	22.5	-
碧桂园服务（拟收购，仍在进展中）	2021 年 2 月	蓝光嘉宝服务	48.47	64.62	12.9	9.7-
龙湖智慧服务	2021 年 3 月	亿达服务	12.73	100	38.8	26.07
新大正	2021 年 4 月	四川民兴物业	0.97	100		

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

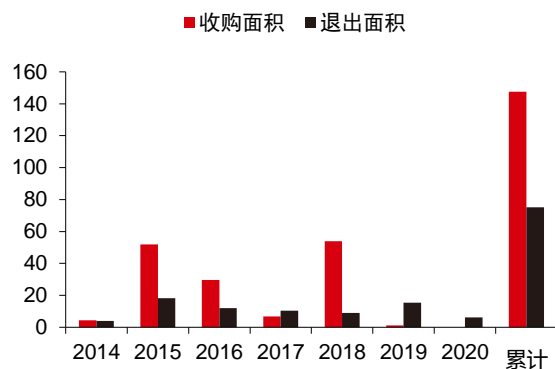
由于掌握成功方法论的公司毕竟很少，行业的确缺乏上市公司并购整合的成功案例，这使得当前市场对于并购拓展较多的公司（含世茂服务、合景悠活、雅生活服务、彩生活等）给予估值折价。

图 21：中奥到家的收购面积和流失面积 单位：百万方



资料来源：中奥到家公告，中信证券研究部

图 22：彩生活历年收购面积与流失面积 单位：百万平方米



资料来源：彩生活公告，中信证券研究部

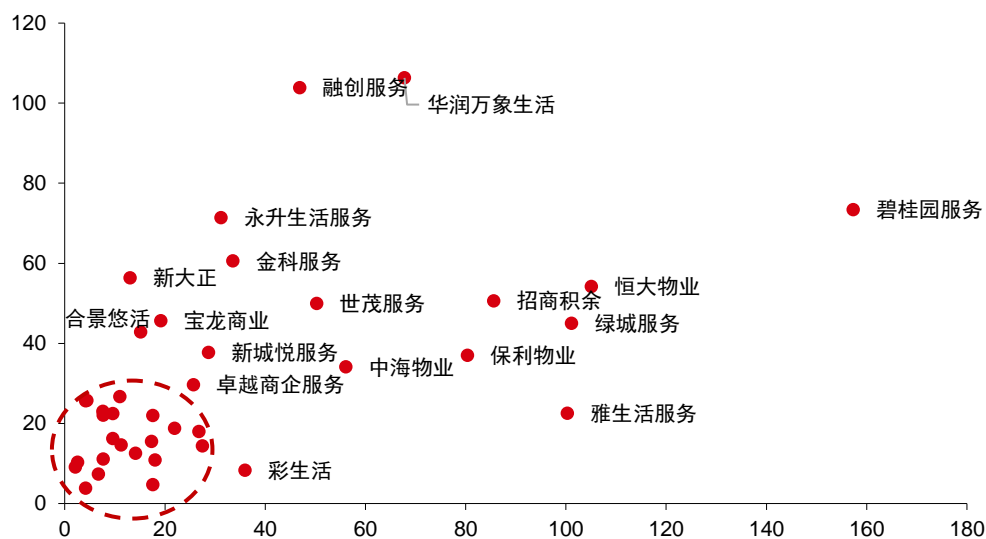
如果一家公司的确出现了一边并购，一边丢盘，且趋势随历史发展并无好转，则大概率该公司的底层中后台确实可能不支持公司做大。

企业何以钟情并购？

尽管市场给予并购拓盘以估值折价，企业仍然钟情于并购。从产业层面看，规模不是万能的，但没有规模是万万不能的。从估值层面看，资本市场对于并购的看法不友好，但对小规模公司看法更加不友好。

物业管理行业目前是一个从千帆共进到诸强争霸的局面，分散度虽高，但集中度快速提升终究会有诸强碰撞的一天。没有规模，就没有办法更新底层，提高效率，复制品质化服务，强化科技化应用就会都变成空话。对一些公司来说，并购可能是错误的路线，但不并购更是绝望的路线。

图 23：小物业管理公司往往掉入二级市场低流动性、低估值的怪圈 横轴：公司营业收入（亿元），纵轴：PE（2020）

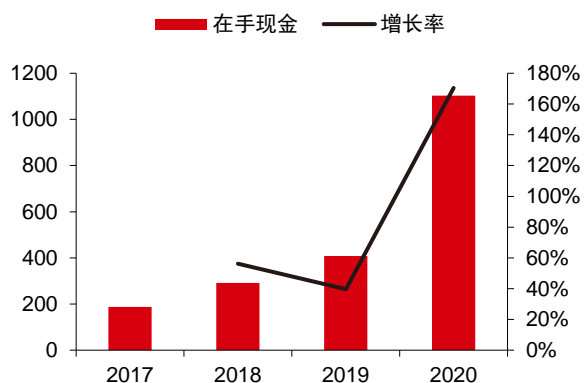


资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部

一些公司在外拓能力不足，规模逐渐掉队的情况下，确实也希望凭借并购翻身一搏。当然，2021 年之后这种情况可能越来越少见，而大公司发起的具备品牌整合可能的并购日渐常见。现在阶段的大公司，数量也超过 20 家。且被并购方完全可以向很多企业同时发出邀请，故而现阶段的并购预计是竞争非常激烈的。

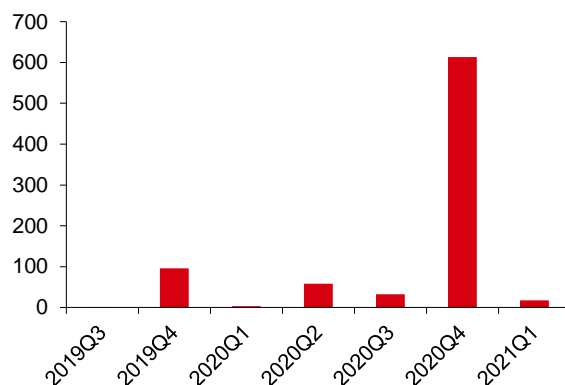
而 2020 年末，在资本市场赋能下，重点公司在手货币资金高达 1102.5 亿元，相对 2019 年末同比增长 170.49%。重点公司账面有充足的货币资金，且目前的估值有再融资获得资金的可能性，资本市场支持这个行业的龙头公司并购继续做大。

图 24：重点公司在手现金和增长率



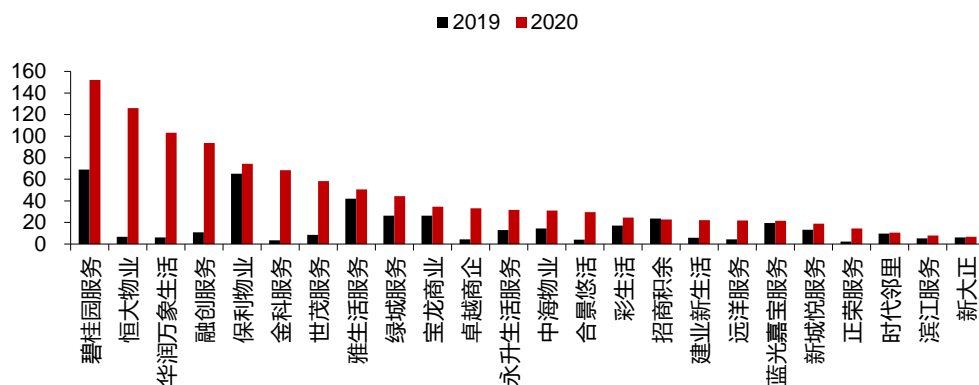
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 25：物业管理板块自 2019 年三季度以来融资净额 单位：亿元



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间点以公司上市日或配售完成日为准，截止 2021 年 4 月 5 日

图 26：重点公司在手货币资金情况



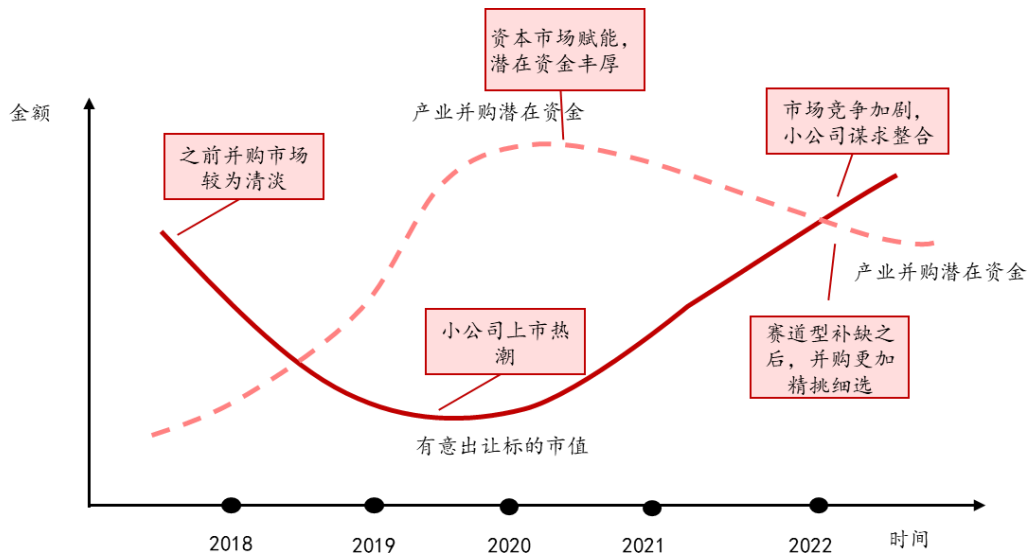
资料来源：公司公告，中信证券研究部

并购市场——短期继续升温和中期回归均衡

2021 年之前，物业管理行业的竞争是隐性化的。由于头部集中度很低，企业还处于自由成长的阶段。不同企业虽然是在全委外拓方面会遇到一些竞争，但全委外拓的合同金额毕竟偏小，且竞争也远没有开发企业拿地竞争这样激烈。2021 年之后，不仅全委外拓的竞争更加激烈（全委外拓饱和合同收入规模和用户数量，可以基本等于公司品牌影响力高低），在并购市场也会出现激烈的正面竞争。

短期上市公司货币资金充裕，而中型公司期望独立上市，并购激烈度可能进一步提升。

图 27：并购市场的资金供给与标的供给走势



资料来源：中信证券研究部制图

而中长期，由于中小公司的估值分化，IPO 所带来的资金可能用尽，一部分物业管理公司没有整合能力，并购可能被证伪，融资——并购的循环可能会被打破。

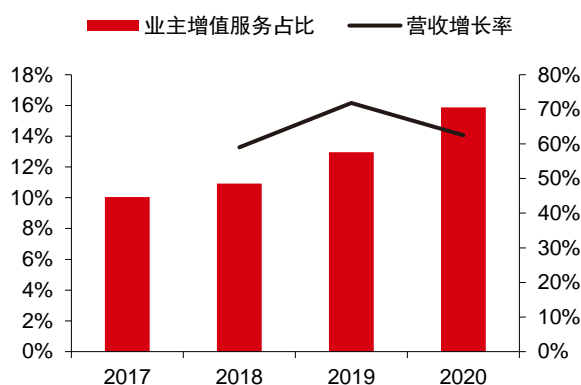
同时，愿意转让的物业管理公司可能越来越多。并购市场的高估值和小物业管理公司 IPO 的困境都在推动公司改变意愿，我们预计 2021 年逐季度市场上可并购的标的会越来越多，质量也会日渐提升，到 2021 年三季度末并购的买方可能逐渐占据有利位置。

■ 社区空间潜力十足，等待规模临界点

增值服务静待规模临界点

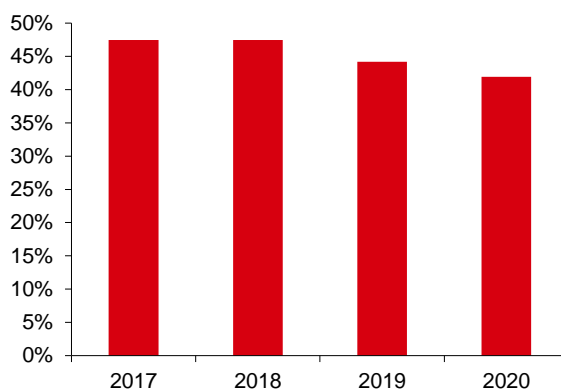
2020 年，业主增值服务实现了远超总营收的增长速度达到 62.54%。业主增值服务在样本公司营收中所占比例亦由 2017 年的 10.04%，上升到 2020 年的 15.87%。随着业务的逐渐丰富，加权平均毛利率下降到 41.91%。

图 28：业主增值服务占营业收入比例及其营收增长率



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：样本为 18 家重点公司（剔除未明确分类业主增值服务的公司）

图 29：业主增值服务毛利率走势



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：样本为 18 家重点公司（剔除未明确分类业主增值服务的公司）

增值服务发展空间广阔，束缚还是规模不够。不过好在行业公司先期已经开展了多个方向的增值服务试错，逐渐摸索出可行的发展方向，只需等待规模经济临界点。社区的增值服务，可以分为对公共空间的利用，对房屋的服务，对人的服务。

在公共空间利用方面，行业展示出颠覆服务垂直供应商的潜质，唯规模仍嫌不足。例如在广告领域。截止 2020 年 7 月 31 日，分众传媒自营和外购的电梯电视媒体合计 68.7 万台，而电梯海报媒体约为 289.2 万个。而碧桂园服务体系内的城市纵横与碧桂园服务本身，保守估算约有 216.4 万块电梯海报媒体。目前碧桂园服务体系规模较小，广告的议价能力较弱，而如果碧桂园的在管规模按目标扩张十倍，则电梯海报媒体数量将达到 364 万块（相当于 164 万块自营及 200 万块外购），且集中于三四线的高消费能力人群。这样其自营板块数与分众几乎持平，届时影响力和溢价能力自然不可同日而语。而且，物业管理在空间利用方面的天然优势，在于公司相比垂直供应商对于空间利用的优势显然更大，只待规模随着时间而绽放。

2020 年碧桂园服务的社区传媒服务收入仅为 3.50 亿元（考虑到 2020 年 9 月完成城市纵横交易，还原的碧桂园服务自营部分广告收入约 2.25 亿元，城市纵横全年收入 3.75

亿元)，而分众传媒总收入为 120 亿元。若长期来看，公司社区管理规模能翻 10 倍，预计相关广告服务收入预计能达到 50 亿以上。由于当前物管市场的集中度情况，决定了不止一家大公司的确有可能规模增长十倍（虽然未必是特定某家公司）。

表 14：分众传媒媒体数量（截止 2020 年 7 月 31 日）与碧桂园服务对比 单位：万个

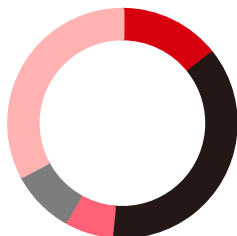
媒体类型	境内覆盖城市	分众传媒		碧桂园服务
		自营部分	外购部分	
电梯电视媒体	一线城市	18.2	2.4	无数据
	二线城市	35.4		
	三线及以下城市	7.8		
电梯海报媒体	一线城市	40.7	122	200（城市纵横）+16.4（碧桂园服务 3277 个在管项目，保守假设每个小区 50 块电梯广告）
	二线城市	93.3		
	三线及以下城市	33.2		

资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部测算

增值服务在对房屋的服务方面，也是受限于规模不足，但视传统领域竞争对手的强弱，有些领域发展很快。在房地产经纪业务领域，物业管理公司面临强大的产业互联网对手的竞争，仅依靠于线下的房源获取和业主信任优势，业务本身也极需规模效应，发展相对较慢。而在一些领域譬如美居业务，物业管理公司面对的是高度分散的市场和参差不齐的供给，美居业务的发展相对较为迅速。相比起空间利用来说，我们认为涉及房屋的服务，专门门槛更高，垂直服务提供商竞争实力更强。在很多赛道，物业管理公司的竞争者并非彼此，而是垂直服务提供商。例如，美居业务的竞争对手是红星美凯龙，居然之家之类的家居卖场，甚至是家电卖场。租售业务的竞争对手则是贝壳等。总体来看，规模上升对于这些业务都是有利的，尽管其在不同领域面临的竞争压力并不相同。

图 30：绿城服务园区增值服务收入构成

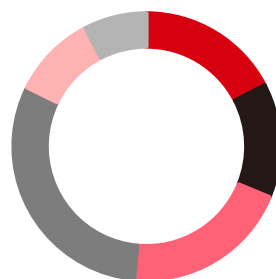
■ 文化教育服务 ■ 园区产品及服务
■ 居家生活服务 ■ 园区空间服务
■ 物业资产管理服务



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 31：碧桂园服务园区增值服务收入构成

■ 到家服务 ■ 家装服务 ■ 社区传媒服务
■ 增值创新服务 ■ 房地产经纪服务 ■ 园区空间服务



资料来源：公司公告，中信证券研究部

在对人的服务层面，关键还是厚积薄发，积累用户画像，扩大规模，再行探索，市场会比较质疑重资产投入。长期来看，对人的服务是最有吸引力的所在。短期来看，物业管理公司在对人服务方面仍有明显的的能力短板，SKU 的发展会有阻力，或者需要重资产投入。

社区智能化改造是下一站热点

物业管理科技一方面解放人力，一方面改变运维流程，形成新的社区服务和增值服务形态。物业管理公司的科技板块核心在于应用，而社区丰富的应用条件，为科技应用提供基础。如果说公共场所的智能安防已然实现识别，在社区端场景和规则的构建，则十分有赖于物业管理公司的积极参与。物业管理公司的能力不仅是和业主方进行详细沟通，更包括制定智能化改造之后社区运维的游戏规则，并以市场化手段推广这些游戏规则，从而有效解决市区面临的痛点问题，如高空抛物，乱停车，巡更等。

在这个层面，物业管理公司是科技公司最好的合作伙伴，是整个智慧社区生态的积极参与者。技术的成熟天然带来巨大的需求。这对于物业公司而言，不仅意味着智慧化改造的一次性收入，更意味着新运营场景的诞生，龙头公司优势的进一步扩大。

图 32：绿城服务的智慧社区应用场景



资料来源：绿城服务公告，中信证券研究部

表 15：万物云的四类科技服务

服务类别	服务项目	具体内容
BPaaS 服务（端到端业务流程的运营服务）	业务服务	主要提供设备设施专业管理、保洁绿化专业管理、秩序维护专业管理、车场运营、人员通行管理、收款等 BPaaS 服务。
	职能服务	主要提供采购、费用管理、财务报告、人事管理等 BPaaS 服务。
	客户服务	主要提供建立标准化、高效的对客服务体系，包括缴费、通行、报事、投诉、评价等等多渠道的物业服务。
产品解决方案	空间操作系统	秉承“平台+生态”产品设计理念，平台通过场景业务参考基线，以及应用使能、集成使能、数据使能，助力空间运营方沉淀业务资产、数据资产。
	空间全联接平台	搭建开放服务平台吸引服务供应商入驻，实现从前期招商到后期运营全生命周期运营服务。
	物业城市管理平台	一图可知全域物业管理情况及设施设备状态。
智能硬件	智慧社区	规划合理有序的全覆盖式社区智能生活场景矩阵，打造安全、健康、舒适、便利的现代化、智慧化生活空间。
	智慧工地	运用劳务实名制、远程实时视频、环境监测移动视频监控等信息化手段实现工程全生命周期可视化智能管理，使用一个平台控制多个业务系统，实现真正的安全可预警、远程监控可视化、监测自动化、管理智能化。
	智能产品集	基于空间智能化服务打造互联互通的智能硬件产品，覆盖通行通讯、安防管理、智能家居、设备设施管理、社区环境监测等生活与工作场景。
空间 OS	泛物业智能能力	围绕物业行业特有应用场景，面向内部及外部合作伙伴，构建多个领域的 AI 能力，帮助物业企业快速构建智能化方案。如社区秩序管理、社区服务管理、工地安全监控等多种 AI 应用能力。
	视频安防智能化	集成多个社区视频监控，通过万物云人工智能服务中心（AISC）实现社区视频安防智能化；依托云边端一体化，拓展视频监控的能力边界提升运营效率；向上开放各类接口能力全面赋能智慧生态。
	数字罗盘	交叉整合资源罗盘（人员、设备、耗材数据等）和资产罗盘（设备状态、属性及位置等信息）两个罗盘，形成时空罗盘，通过时空罗盘回溯员工轨迹、事件、设备状态等信息分析计算出潜在风险，并根据操作建议自动派发和跟进工单处理，以时空罗盘、时空分析、工单管理、设备控制四大能力，形成的万物云空间 OS（操作系统）。

资料来源：公司官网，中信证券研究部

我们相信，科技服务将会成为一个全新的，高增长的物业管理公司收入来源。2021 年之后，一些科技领域十分优秀的物业管理公司，甚至有可能考虑科技板块的分拆问题。

图 33：万物云空间全联接平台



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 34：万物云数字罗盘系统



资料来源：公司官网，中信证券研究部

■ 风险提示：

部分物业管理公司不具备规模化提供品质服务的能力，规模可能随时间瓦解的风险。并购市场短期对价过高，整合存在难度的风险。

■ 提升效率，摘取规模的花朵；拥抱成长，收获科技的果实。

我们认为，2021 年物业管理行业将彻底告别青涩期，迎来发展的黄金机遇期。这不仅意味着政策支持企业市场化做优做强，更意味着存量社区智能化改造方兴未艾，科技和管理的提效可能迎来质变，规模化提供品质服务成为可能，单盘盈利模型在更广阔空间跑通，增值服务在更大的作业面下酝酿提质。我们看好物业管理行业的发展，推荐绿城服务、保利物业、华润万象、金科服务、世茂服务、永升生活服务、碧桂园服务、新大正、招商积余和新城悦服务。

表 16：重点公司盈利预测与估值表

公司名称	评级	股价	股价	EPS (元)				PE			
		(交易币种)	(元)	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
华润万象生活	买入	45.25	38.11	0.36	0.66	0.85	1.13	105.9	57.7	44.8	33.7
绿城服务	买入	11.74	9.89	0.22	0.30	0.43	0.61	44.9	33.0	23.0	16.2
招商积余	买入	20.78	20.78	0.41	0.66	0.84	1.01	50.7	31.5	24.7	20.6
保利物业	买入	53.50	45.06	1.22	1.58	2.11	2.81	36.9	28.5	21.4	16.0

公司名称	评级	股价	股价	EPS (元)				PE			
		(交易币种)	(元)	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
金科服务	买入	68.10	57.35	0.95	1.70	2.84	4.61	60.4	33.7	20.2	12.4
世茂服务	买入	17.40	14.65	0.29	0.57	0.96	1.50	50.5	25.7	15.3	9.8
融创服务	买入	23.90	20.13	0.19	0.40	0.66	0.93	108.1	50.2	30.3	21.8
新大正	买入	68.84	68.84	1.22	1.77	2.55	3.44	56.4	38.9	27.0	20.0
永升生活服务	买入	19.82	16.69	0.23	0.38	0.57	0.78	72.6	43.9	29.3	21.4
新城悦服务	买入	23.30	19.62	0.48	0.71	0.99		40.9	27.6	19.8	
碧桂园服务	买入	78.25	65.90	0.91	1.42	2.24	3.26	72.4	46.4	29.4	20.2
中海物业	买入	7.27	7.27	0.21	0.27	0.37	0.49	34.6	26.9	19.6	14.8

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2021 年 4 月 2 日收盘价

相关研究

房地产行业信用研究之一——区分房企信用的七道判断题	(2021-04-02)
中国 REITs 市场洞察系列报告之一--盘活园区资产, 推动经营提效	(2021-03-24)
物管周话第十五期--永升遭遇质疑的行业启示	(2021-03-22)
房地产行业 2021 年 1-2 月运行数据点评--总量从高到低, 分化从小到大	(2021-03-16)
房地产行业跟踪报告--周期归来	(2021-03-09)
房地产行业观点交流: 周期回归	(2021-03-08)
物管周话第十四期--并购潮来, 品牌为本, 资金为帆	(2021-03-08)
房地产行业观点交流 ——内卷化竞争的结束和新地产投资机遇	(2021-03-03)
房地产行业 2021 年 2 月销售数据点评——偿债高峰的机会和风险	(2021-03-02)
物流仓储行业专题研究报告——资本市场的认知与估值	(2021-03-01)
物管周话第十三期--买卖双方更理性, 并购或层出不穷	(2021-02-26)
房地产行业重大事项点评--供给侧改革的最后一块制度拼图	(2021-02-25)
房地产行业专题研究报告--看好地产的市场面和基本面理由	(2021-02-23)
物管周话第十二期: 走向全覆盖的历史机遇	(2021-02-20)
房地产行业深度研究报告——深圳新政影响如何?	(2021-02-19)
数据仓库系列——中国物业管理行业定价洞察	(2021-02-10)
商企物管服务专题研究报告--应对供给挑战, 期待中外融合, 提升综合效率	(2021-02-09)
房地产行业 2021 年 1 月销售数据点评--市场热销不止, 调控现新思路	(2021-02-08)
房地产行业专题报告——2021 年房地产市场十大展望	(2021-01-31)
房地产行业跟踪报告--房价结构性上涨, 融资差别化管控	(2021-01-27)
物管周话第十一期——破解并购之困	(2021-01-19)
房地产行业专题报告——终结系统性内卷竞争, 迎接结构化盈利拐点	(2021-01-19)
物管周话第十期--物业管理政府指导价怎么调?	(2021-01-13)
物业管理行业深度研究报告——《通知》的执行展望和影响定量预测	(2021-01-09)

物业管理行业重大事项点评--融入基层治理，抬升单盘盈利曲线	(2021-01-06)
物管周话第九期--商管，单独分拆还是混业上市？	(2021-01-04)
房地产行业 2020 年 12 月行业运行数据点评—房地产贷款集中度管理的三个影响	(2021-01-03)
物管周话第八期--温度还是效率？—如何上移单盘盈利曲线	(2020-12-28)
物管周话第七期--还有多少新增股票供给？	(2020-12-22)
房地产行业 2020 年 11 月行业运行数据点评--供给侧改革的上半场	(2020-12-16)
物业管理行业周话第六期--行业的估值影响因素	(2020-12-16)
房地产行业 11 月销售数据点评--年末地产企业保持热销势头	(2020-12-01)
物管周话第四期—品牌力——估值差异化展开的第一原则	(2020-11-26)
房地产经纪行业观点交流—存量住房市场的投资机会	(2020-11-19)
房地产行业 2020 年 10 月行业运行数据点评--盈利能力恢复的起点	(2020-11-17)
物管周话第三期--代建行业应该享受高估值吗？	(2020-11-16)
房地产开发行业 2021 年投资策略—结束内卷开启超配理由三种能力判定价值标准	(2020-11-12)
物管周话第二期--商管话你知	(2020-11-11)
基础设施与房地产产业 2021 年投资策略—供给侧改革和需求侧升级	(2020-11-11)
物管周话第一期--万物云是行业的新起点吗？	(2020-11-04)
房地产行业三季报总评--杠杆率下降的起点，业绩增速缓慢向下的开始	(2020-11-02)
物业管理行业重大事项点评—政策推动智慧物业发展和增值服务进步	(2020-10-30)
房地产行业专题研究报告—房地产行业运行指标定量预测	(2020-10-29)
物业管理行业专题研究报告—IPO 高峰带来的阶段性调整料将结束	(2020-10-26)
房地产行业专题研究报告--内卷化竞争可能结束的两个信号	(2020-10-23)
房地产行业 2020 年 9 月运行数据点评—销售有下行苗头，企业拿地走向理性	(2020-10-20)
空间运维新浪潮系列报告之一 —竞争的本质：在蓝海赛道补专业短板	(2020-10-13)
房地产行业重大事项点评--先行示范区建设夯实需求，土地管理探索重在实践	(2020-10-12)
房地产行业 2020 年 9 月销售数据点评—决胜四季度销售，结束内卷化竞争	(2020-10-08)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。