

房地产

不断突破成长边界，物管蓝海方兴未艾 ——物管 2020 年中报总结

中期业绩高增长持续，增收更增利：2020 年上半年 20 家上市物业管理公司合计实现营业收入 371.3 亿元，同比增长 31.8%，合计归母净利润 51.0 亿元，同比增长 43.0%。上半年受疫情影响，物管公司在项目拓展等方面受到影响，收入端增速有所回落；但由于疫情期间社保减免、补贴等相关政策支持，以及疫情期间对于社区增值服务有一定的促进，物管公司上半年录得利润端增速显著高于收入端，实现增收增利的双向增长。

盈利能力提升，精细化管理见成效：2020 年上半年 20 家物管公司毛利率为 27.1%，较上年同期提升 0.8pct，毛利率的提升得益于物管公司近几年在规模增长的同时不断优化组织结构和人员配置，同时叠加上半年社保减免，人员成本下降显著，上半年人力成本在营收中占比为 37.8%，较上年同期下降 4.0pct。物管行业逐渐从粗放式管理向精细化运营转变，借助数字化、信息系统管理等多方手段提质增效，SA&G 费率较上年同期下降 0.8pct 至 8.8%，得益于管理效率不断提升，盈利能力持续向好，上半年归母净利润水平达 13.7%，较上年同期提升 1.0pct。上半年人均效能达 7241 平方米/人，较 2019 年 7092 平方米/人略有提升，人员使用效率有所提升。物管公司在区域拓展策略上，更加聚焦优势及战略区域，有利于提升项目密度，优化人员配置，未来物管行业在集中度提升趋势之下，整体人均效能仍有较大提升空间。

规模扩张依然较快：上半年 19 家物管公司在管面积增速为 43.0%，在管面积增速略有下降，虽然上半年受疫情影响，项目交付节奏相对有所延后，但部分上年进展中的收并购项目落地，使得整体在管面积增速仍维持较高水平。15 家披露数据的物管公司合约面积/在管面积比率均值为 1.74，其中新城悦服务、碧桂园服务、绿城服务、建业新生活合约面积/在管面积比率均大于 2，储备面积资源丰富为未来规模增长奠定基础。合约面积/在管面积比率较 2019 年全年略微有所下降，主要源于近几年物管公司加大项目收并购力度，快速补充在管面积规模，使得在管面积增速相对较快。

多扩张战略并举，市场化程度加快：当下物管行业主流公司对规模扩张有着强烈诉求，物业公司成立之初往往通过大股东获取项目保障公司规模基础及品牌服务力建设，随着公司规模成长，寻求第三方项目输出管理服务成为下阶段发展的重心。上半年 14 家物管公司第三方在管面积占比达 57.9%，相较 2019 年全年水平进一步提升，详细拆分每年新增在管面积中第三方面积的比重发现，头部物管公司不断加大第三方市场拓展力度，第三方新增面积占比达 75% 以上。

抢滩非住宅业态，竞逐物管新蓝海：除了聚焦以往具备优势的住宅业态，由于非住宅业态具备更高的物业费水平、更高的收缴率、物业费提价相对容易等属性，各家物管公司在第三方市场拓展中也更加注重对非住宅业态的拓展，多通过收并购、招投标、国资或政企合作等方式，谋求全业态或细分板块布局。非住宅业态在管面积占比在近几年快速提升，上半年非住宅业态在管面积比重达 43.9%，相较于 2019 年全年提升 7.2pct。

社区增值服务内容日渐多元，价值潜力可观。上半年社区增值服务收入增速为 45.6%，从近几年的数据看，社区增值服务增速一直保持在 50% 以上，今年上半年受到疫情影响，部分入户式服务无法正常开展，而疫情期间为满足业主日常生活需求的社区新零售业务表现超预期，疫情缓和后家装需求有所恢复，相应拎包入住等美居业务取得较快增长，虽增速不及往期，但疫情之下仍保持较快增长，表现出良好的抗风险特征。未来两到三年仍是新房交付的高峰期，拎包入住、美居等业务依然是社区增值服务的重要发力点，但中长期来看，居家生活服务、社区空间运营、康养教育服务等业务在一定程度上可以突破地产周期的影响。从过往趋势来看，社区增值服务收入占比呈现逐年提升的趋势，上半年收入占比达 13.2%，粗略计算，基础物管与社区增值比例为 5:1，未来社区增值服务仍有很大的提升空间，一方面来源于增值服务在社区内的渗透率不断提升，另一方面非住宅特色增值服务内容仍有待探索。

投资建议：物管行业正处于成长初期，我们认为未来随着住宅物管集中度不断提升及非住宅业态潜力不断释放，在管规模将维持高成长性。同时增值服务内容尚在不断探索和丰富，未来增长潜力具备想象空间。短期重点推荐招商积余、保利物业、碧桂园服务、新城悦、永升生活、雅生活、绿城服务等。

风险提示：物管费收缴不及时，人员成本上涨，并购整合不及预期

证券研究报告

2020 年 09 月 14 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517110001

chentiancheng@tfzq.com

张春娥

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520070001

zhangchune@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:热门城市限购持续加码，龙头房企8月销售增长明显——房地产销售周报 0913》2020-09-13
- 2 《房地产-行业研究周报:热门城市限购持续加码，土地市场热度逐渐改善——房地产土地周报 0913》2020-09-13
- 3 《房地产-行业专题研究:业绩增速中枢下移、杠杆端略有回升——2020 年中报总结》2020-09-09

内容目录

1. 物业板块受到资金青睐、个股估值分化	4
1.1. 资本市场坚定看好、行业内估值出现分化	4
1.2. 高 PEG 倍数之下的高业绩增速预期	5
1.3. 物管行业火热当头、持仓不断增加	5
2. 市场化扩张不断推进、竞逐非住宅蓝海	6
2.1. 规模边际不断突破、合约/在管锁定率保持高位	6
2.2. 多扩张战略并举、市场化程度加快	8
2.3. 抢滩非住宅业态、竞逐物管新蓝海	9
2.4. 借力资本市场、通过收并购进入细分业态子领域	10
2.5. 城市公共服务拓宽行业边界	12
3. 收入结构优化、增值服务多点开花	13
3.1. 业绩高增长、增收更增利	13
3.2. 基础物管收入跟随在管规模扩张、物管费均价温和上涨	14
3.3. 社区增值服务内容日渐多元、价值潜力可观	15
3.4. 非业主增值以协销服务为主、收入占比进一步下降	16
4. 精细化管理之下降本增效、盈利能力持续向好	17
4.1. 盈利能力提升、精细化管理见成效	17
4.2. 基础物管毛利率提升空间有限	20
4.3. 社区增值毛利率行业内分化明显	21
4.4. 非业主增值服务毛利占比持续下降	22
5. 投资建议	23
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: 物管整体 PE 与申万子行业 PE 比较 (剔除负值后)	4
图 2: 上市物管公司估值变化情况	4
图 3: PE/中报的业绩增速	5
图 4: 公募基金物管公司持仓情况 (市值, 亿元)	5
图 5: 物管公司持仓占比 (持仓市值/总市值, %)	5
图 6: 上市物管公司在管面积及合约面积规模	6
图 7: 上市物管公司合约面积增速	7
图 8: 上市物管公司在管面积增速	7
图 9: 上市物管公司合约面积/在管面积	7
图 10: 上市物管公司在管面积中来自第三方面积占比	8
图 11: 上市物管公司非住宅物业在管面积占比	9
图 12: 上市物管公司非住宅物业在管面积净增加占比	10

图 13: 部分物管公司非住宅业态面积/第三方面积占比	10
图 14: 上市物管公司 2020 年上半年主要收并购事件	11
图 15: 碧桂园服务城市服务运营模式演化	12
图 16: 上市物管公司公共服务拓展情况	12
图 17: 上市物管公司 2020H1 营业收入及增速	13
图 18: 上市物管公司 2020H1 归母净利润及增速	13
图 19: 上市物管公司营收增速	13
图 20: 上市物管公司归母净利润增速	14
图 21: 上市物管公司物业管理服务板块收入增速	14
图 22: 上市物管公司物业管理服务单价 (元/平米/月)	15
图 23: 上市物管公司物业管理服务板块收入占比	15
图 24: 上市物管公司社区增值服务板块收入占比	16
图 25: 上市物管公司社区增值服务板块收入增速	16
图 26: 上市物管公司非业主增值服务板块收入占比	17
图 27: 上市物管公司非业主增值服务板块收入增速	17
图 28: 上市物管公司毛利率	18
图 29: 上市物管公司归母净利率	18
图 30: 上市物管公司 SA&G 费用率	18
图 31: 上市物管公司人力成本/营收	19
图 32: 上市物管公司物业管理服务人均效能 (平方米/人)	19
图 33: 上市物管公司物业管理服务板块毛利占比	20
图 34: 上市物管公司物业管理服务板块毛利率	20
图 35: 上市物管公司社区增值服务板块毛利占比	21
图 36: 上市物管公司社区增值服务板块毛利率	21
图 37: 上市物管公司非业主增值服务板块毛利占比	22
图 38: 上市物管公司非业主增值服务板块毛利率	22

1. 物业板块受到资金青睐、个股估值分化

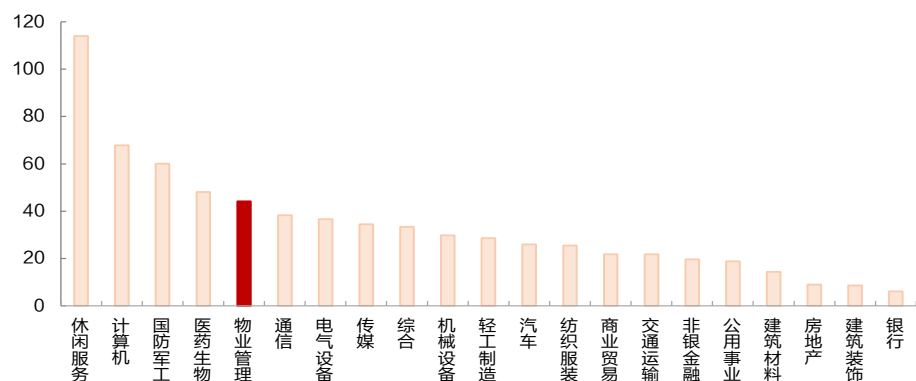
本次中报点评的样本选择：我们剔除上市公司中规模相对较小的物管公司，对碧桂园服务、绿城服务、保利物业等 20 家 A+H 股公司 2020 年上半年业绩表现、经营情况等内容进行梳理，由于各个公司数据披露有所差异，不同指标所对应的样本数或有差异，我们将在文中列示用于均值统计的公司数量，并于图表中一并带上样本公司的表现情况。

1.1. 资本市场坚定看好、行业内估值出现分化

2018 年物业公司开始批量上市，由于物管行业具备轻资产、盈利稳定、抗通胀等属性，且受益 19-21 年为竣工交付高峰期，业绩成长性较高，受到资本市场热捧，我们统计的 20 家 A+H 股物管公司平均 PE 倍数在过去一年时间里快速提升，截止 2020 年 8 月 30 日，AH 物管公司整体 PE 倍数达 44.2 倍，较去年同期 27.1 倍提升 17.1X。与申万各子行业的估值倍数对比，我们统计的 20 家 A+H 股物管公司平均 PE 倍数排在第五位，估值倍数弱于休闲服务、计算机、国防军工及医药生物，高于通信等子行业。

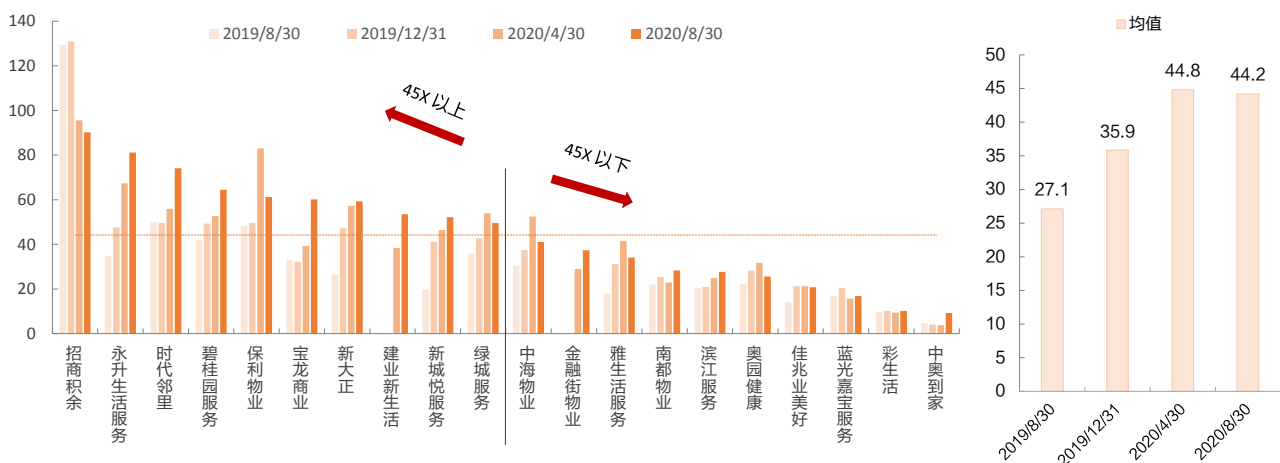
物管板块整体估值提升同时伴随着个股间估值的较大分化。以 45X 作为分界线，招商积余、永升生活服务、时代邻里、碧桂园服务、保利物业、宝龙商业、新大正、建业新生活、新城悦服务及绿城服务等公司估值高于 45X，而中海物业、金融街物业等公司估值低于 45X。若单看个股估值提升的幅度，永升生活服务、新大正、宝龙商业、新城悦服务等截止期末估值分别为 81.2X、59.3X、60.2X、52.2X，较上年同期分别提升 46.45X、提升 32.87X、提升 27.13X、提升 32.25X，估值水平相较于去年同期提升幅度较高。

图 1：物管整体 PE 与申万子行业 PE 比较（剔除负值后）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：上市物管公司估值变化情况

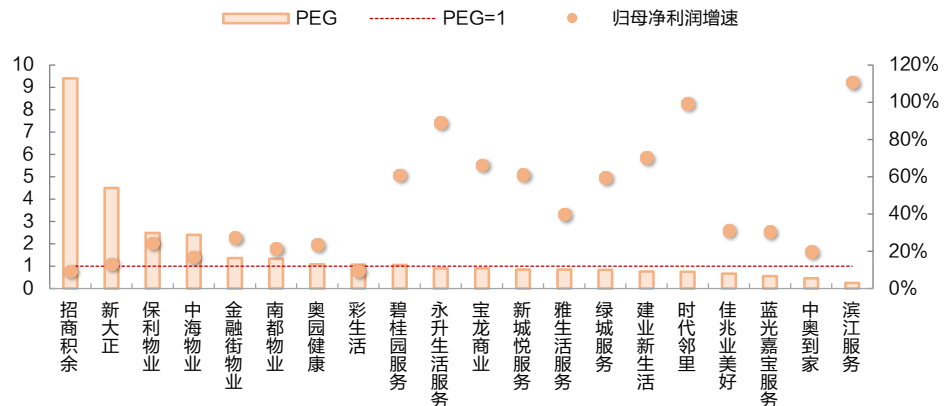


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 高 PEG 倍数之下的高业绩增速预期

考虑大多数物管公司在未来两到三年仍保持较高业绩增速，我们使用中报业绩集中披露后的 PE 倍数（取中期业绩披露截止日 8 月 30 日的数据）/中期归母净利润增速，粗略考察各家物管公司的投资潜力，高 PEG 倍数在某种程度上代表市场对公司未来业绩增速的高预期，A 股中的招商积余、新大正 PEG 倍数远远领先，保利物业、中海物业、金融街物业、南都物业等 7 家公司 PEG 倍数均大于 1，而 PEG 倍数越低，说明该股的市盈率较低，或业绩增速较高，更具投资价值，PEG 值小于 1 的公司有永升生活服务、时代邻里、宝龙商业等共计 11 家。

图 3：PE/中报的业绩增速



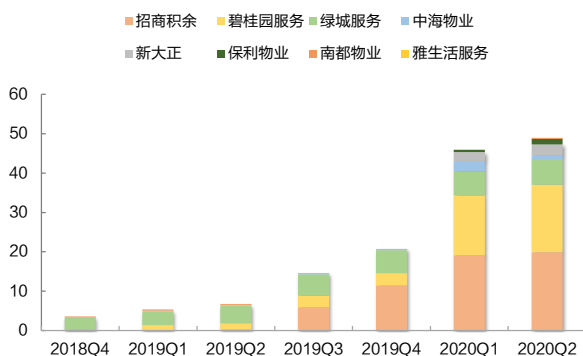
资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 物管行业火热当头、持仓不断增加

从二季度公募基金重仓物业股市值来看，二季度公募基金物业股总市值达 48.95 亿元，较一季度环比提高 6.53%，物业股持有市值占基金股票投资市值的 0.28%，较一季度持仓略有下降（环比下降 0.05pct），物业股持仓市值及比重自 2019 年三季度开始有明显提升，但整体来看体量仍比较小，主要是由于物业股以港股居多，而开通港股通交易的标的较少，今年 9 月 7 日加入港股通交易的永升生活服务、时代邻里、宝龙商业、建业新生活也尚未体现在二季度的持仓数据中。

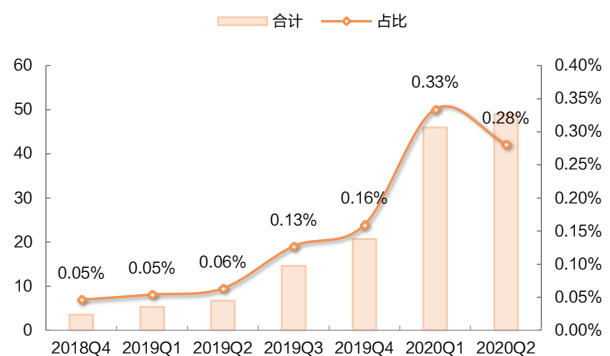
持仓市值高于 5 亿元的个股分别为招商积余、碧桂园服务、绿城服务，其中招商积余居首位，持仓总市值达 19.88 亿元，占基金股票投资市值的 0.11%，占基金持有物业股市值的 40.61%，其次碧桂园服务、绿城服务在物业股持仓中的比重分别为 35.05%、12.83%，三者合计 88.50%，碧桂园服务在 2020 年一季度持仓市值提升较为明显，其余持仓市值高于 1 亿元的个股有中海物业、新大正、保利物业。

图 4：公募基金物管公司持仓情况（市值，亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：物管公司持仓占比（持仓市值/总市值，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 市场化扩张不断推进、竞逐非住宅蓝海

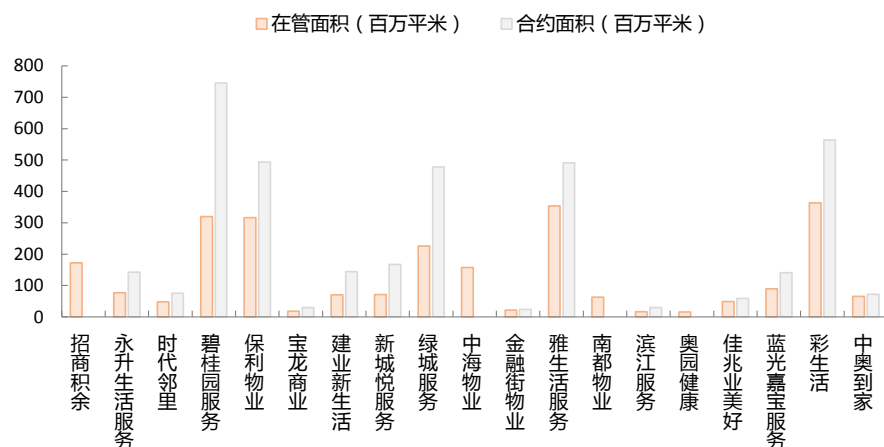
2.1. 规模边际不断突破、合约/在管锁定率保持高位

上市物管公司在管面积不断突破：截止 2020 年上半年，我们所跟踪的 20 家上市物管公司整体平均在管面积约为 1.32 亿平米，YOY+43.0%，较 2019 年末增速略微收缩 0.50pct；其中在管面积在 1 亿平米以上的有 7 家，彩生活、雅生活服务、碧桂园服务、保利物业在管面积已经突破 3 亿平米，绿城服务在管面积突破 2 亿平米，招商积余、中海物业突破 1 亿平米。以在管面积增速表现看，雅生活服务、建业新生活、新城悦服务、永升生活服务在管面积增速均高于 50%，分别为+100.1%、+68%、+60.2%、+57.4%。考虑到上半年受疫情影响，项目交付节奏相对有所延后，收并购项目在上半年疫情影响下也有些进展上的相对延滞，但上半年在管面积增速整体仍维持较高的增长；一般而言，下半年会是房企竣工交付的高峰期，且下半年所面对的环境相比于上半年更为自由，项目推进可期；我们认为，下半年在管面积增速预计会高于上半年的增速。

平均合约面积增长 25.8%：截止 2020 年上半年，有披露合约面积的 15 家物管公司的整体合约面积约 36.58 亿平米，平均合约面积约 2.44 亿平米，YOY+25.8%，较 2019 年末增速收缩 4.6pct；其中合约面积在 1 亿平米以上的物管公司有 7 家，碧桂园服务合约面积 7.46 亿平米，彩生活合约面积突破 5 亿平米（约 5.64 亿平米），保利物业、雅生活服务、绿城服务合约面积突破 4 亿平米，永升生活服务、蓝光嘉宝服务合约面积突破 1 亿平米（招商积余及中海物业未披露合约面积，因此在管面积突破 1 亿平米，但合约面积无这两家公司的数据）。上半年合约面积增速较 2019 年末增速有所回落，我们认为或源于年初疫情影响，项目拓展进度不及预期。

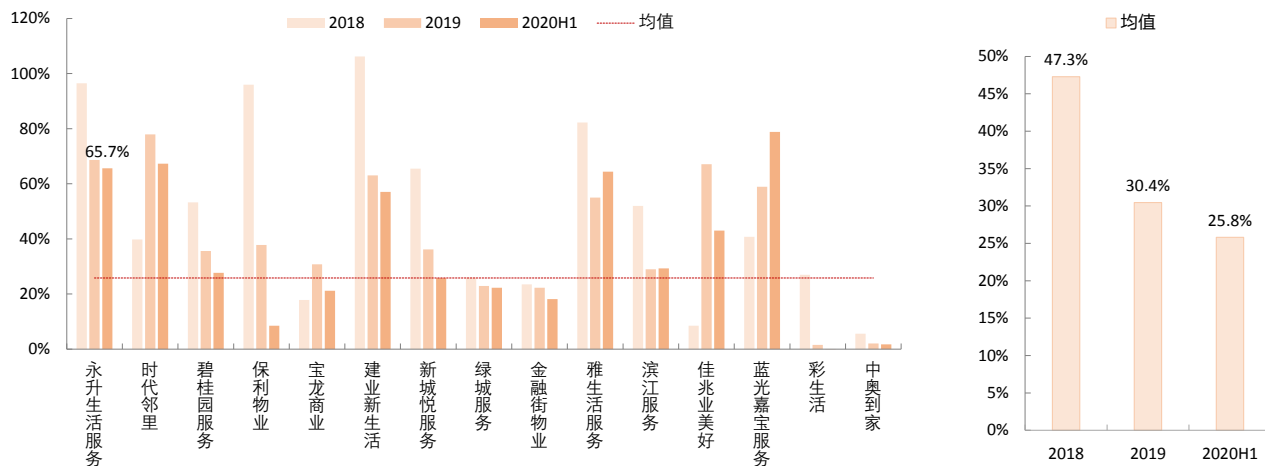
合约面积/在管面积保持高位：截止 2020 年上半年，有披露合约面积的 15 家物管公司合约面积/在管面积约为 1.74X，虽较 2019 年末的 1.80X 有所回落，但保持在较高的水平；合约面积/在管面积的较高比率表明当前物管公司锁定的规模面积较高，对于未来规模的增长奠定基础。15 家物管公司中，约有 6 家公司合约面积/在管面积比率高于平均水平，其中新城悦服务、碧桂园服务、绿城服务、建业新生活合约面积/在管面积比率均大于 2，永升生活服务、滨江服务合约面积/在管面积比率高于 1.74X；若净退出面积为 0，则这 6 家物管公司未来在管面积的规模增长或有较好表现。上半年合约面积/在管面积较上年末有所回落源于：1）从储备面积的角度看，上半年 15 家物管公司储备面积约 15.50 亿平米，较 2019 年末增长 0.84 亿平米，而 15 家物管公司的在管面积为 21.07 亿平米，较 2019 年末增长 2.81 亿平米，在管面积的增长快于储备面积的增加；2）在管面积的增长，我们认为主要源于近几年物业公司加大项目收并购力度，快速补充在管面积规模。

图 6：上市物管公司在管面积及合约面积规模



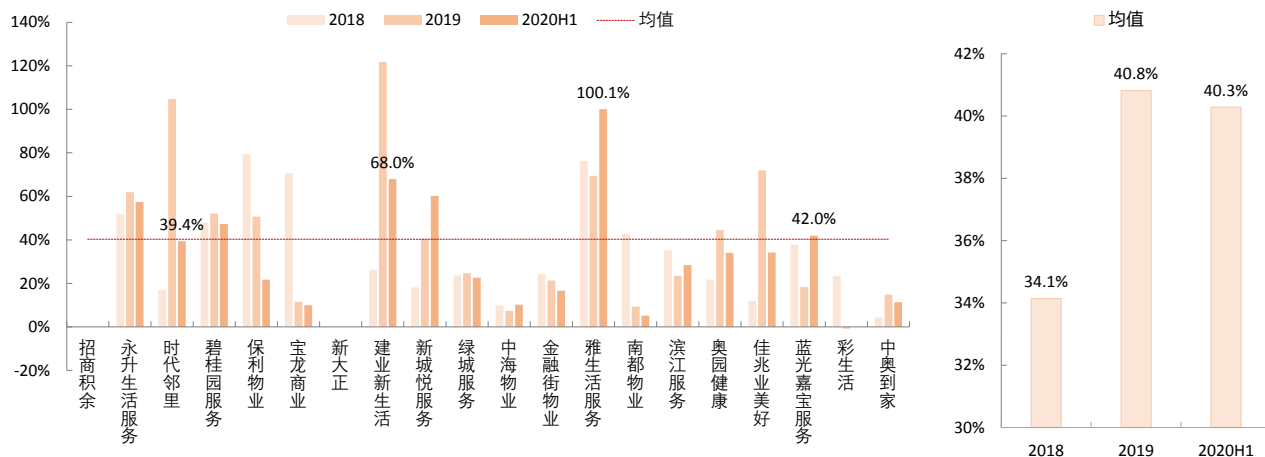
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：上市物管公司合约面积增速



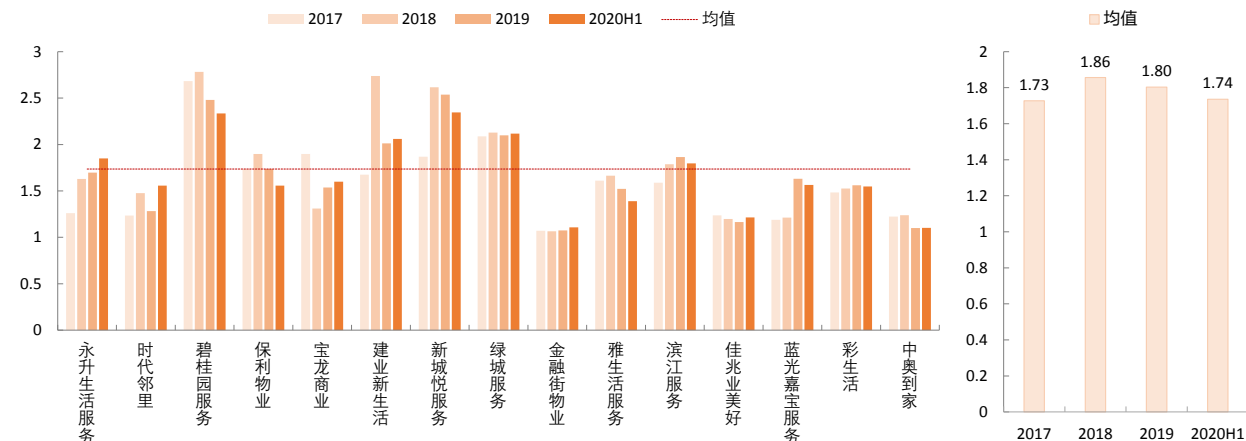
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：上市物管公司在管面积增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：上市物管公司合约面积/在管面积



资料来源：公司公告，天风证券研究所

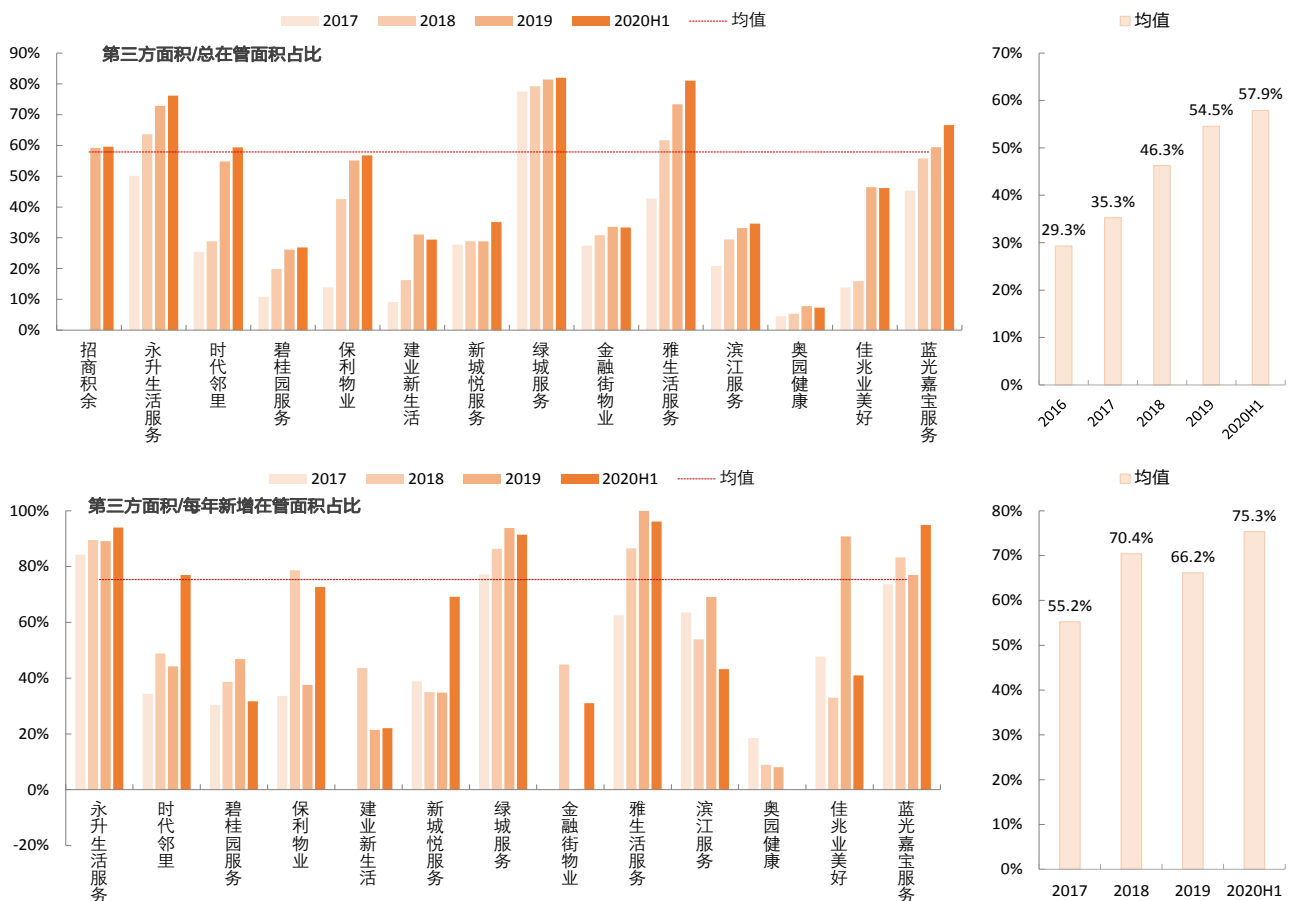
2.2. 多扩张战略并举、市场化程度加快

当下物管行业主流公司对规模扩张有着强烈诉求，头部房企使用较多的扩张战略主要有：1) 通过关联房企及合作公司继续获取管理面积；2) 通过市场化拓展，积极参与第三方项目招投标；3) 借力资本市场，收并购获取管理项目。物业公司成立之初往往通过大股东获取项目保障公司规模基础及品牌服务力建设，随着公司规模成长，寻求第三方项目输出管理服务成为下阶段发展的重心。

截止 2020 年上半年，可跟踪的 14 家物管公司的在管面积结构分布看，来自集团与来自外部市场的在管面积分别为 7.78 亿平米、10.70 亿平米，较 2019 年末的面积分别增加 0.73 亿平米、2.24 亿平米，对应幅度分别为+10.4%、+26.5%；从结构比例看，第三方在管面积占总在管面积比重约 57.9%，较 2019 年末比重提升 3.3pct。从第三方在管面积占比的趋势变化看，14 家物管公司整体的第三方在管面积比重逐年提升，物管公司在上市之前，其面积的贡献基本来源于集团的支持，而上市之后，来自第三方的贡献率逐步提升，与当下物管公司规模扩张诉求等有较强关系。在 14 家物管公司中，第三方在管面积的比重超过 50% 的约有 8 家，分别为招商积余、永升生活服务、时代邻里、保利物业、绿城服务、雅生活服务及蓝光嘉宝服务；第三方占比相对较低的为奥园健康，比率仅 7.3%，且在 2020 年上半年，第三方占比略有回落约 0.5pct。

截止 2020 年上半年，可跟踪的 14 家物管公司中，期内来自第三方在管面积净增加约 2.24 亿平米，较 2019 年末增加 0.61 亿平米，对应幅度为+37.4%。来自集团的在管面积净增加约 0.73 亿平米，较 2019 年末减少 0.10 亿平米。从在管面积净增加的结构变动看，近年来，来自第三方的在管面积净增加/在管面积净增加的比例逐步提升，截止上半年，该比率高达 75.3%，较 2019 年末比重提升约 9.2pct。

图 10：上市物管公司在管面积中来自第三方面积占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 抢滩非住宅业态、竞逐物管新蓝海

大部分上市物管公司早期多为房地产母公司旗下的物业管理分公司，主要为母公司住宅项目提供基础物业服务，15 年物管公司开始寻求独立经营，除了聚焦以往具备优势的住宅业态，由于非住宅业态具备更高的物业费水平、更高的收缴率、物业费提价相对容易等属性，各家物管公司在第三方市场拓展中也更加注重对非住宅业态的拓展，多通过收并购、招投标、国资或政企合作等方式，谋求全业态或细分板块布局。

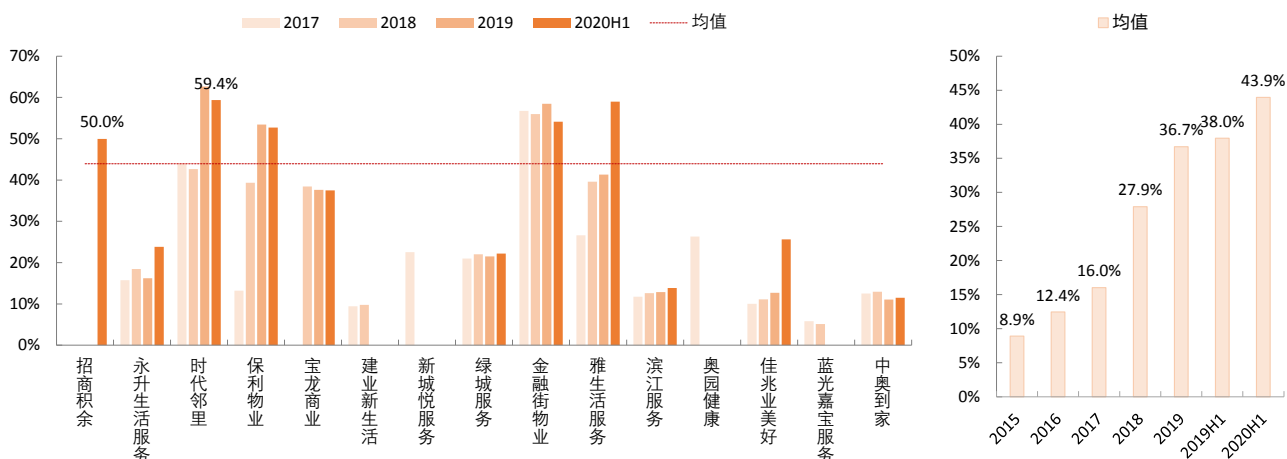
截止 2020 年上半年，15 家可跟踪物管公司中，住宅业态、非住宅业态在管面积分别为 7.65 亿平米、6.00 亿平米，较 2019 年末分别增加 0.13 亿平米、1.40 亿平米，对应幅度为+1.78%、+30.45%；从增长幅度看，上半年非住宅业态在管面积增长幅度显著高于住宅业态在管面积，这一增长的变化主要源于雅生活服务住宅业态增加较多所致，若剔除雅生活服务，则上半年非住宅业态在管面积相比于 2019 年末非住宅业态在管面积增加约 7.61%。

从非住宅业态占总在管面积的比重变化趋势看，非住宅业态在管面积比重近年来增长趋势明显，由 2015 年的 8.9% 提升至 2020 年上半年的 43.9%（若同时剔除雅生活服务数据，则从 2015 年的 10.0% 提升至 2020 年上半年的 38.7%，未改提升趋势）。非住宅业态比重的提升主要从 2018 年开始，这一时期也是物管公司集中上市元年。

从住宅业态、非住宅业态在管面积每年净增加的变动看，截止 2020 年上半年，住宅业态、非住宅业态净增加在管面积分别为 0.53 亿平米、1.57 亿平米，较 2019 年末净增加在管面积分别变动 -0.45 亿平米、+1.03 亿平米；若剔除雅生活服务的相关数据，则上半年住宅业态、非住宅业态净增加在管面积分别为 0.46 亿平米、0.45 亿平米，两个业态在管面积在上半年净增加规模上势力相当。以两个业态净增加在管面积的比重变化看，住宅业态一直是过去几年里物管上市公司的主要净增加在管面积源，2018 年物管公司逐步走向资本市场后，住宅业态的比重逐步下行，非住宅业态比重逐步提升；截止上半年，住宅、非住宅业态净增加在管面积占总净增加在管面积的比重分别为 25.3%、74.7%，若剔除雅生活数据，则两者分别为 50.7%、49.3%，分别较上年末减少 16.4pct、增加 16.4pct。

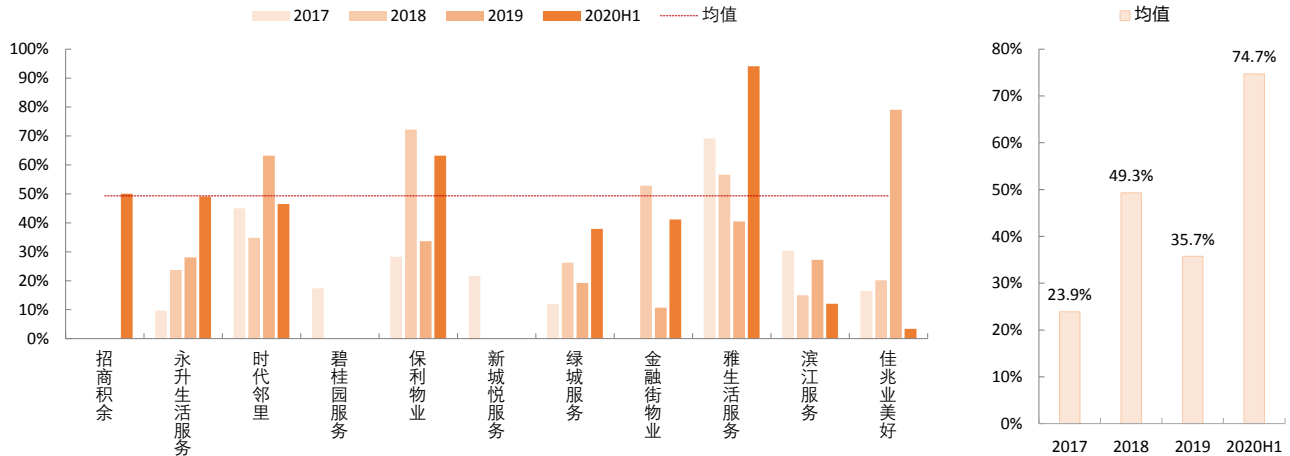
以非住宅业态面积/第三方面积简单计算物管公司在第三方市场拓展中对非居业态的重视程度，永升生活服务、绿城服务更加注重住宅及非住宅的收入利润占比平衡，雅生活服务、佳兆业美好更加注重非住宅业态的拓展。

图 11：上市物管公司非住宅物业在管面积占比



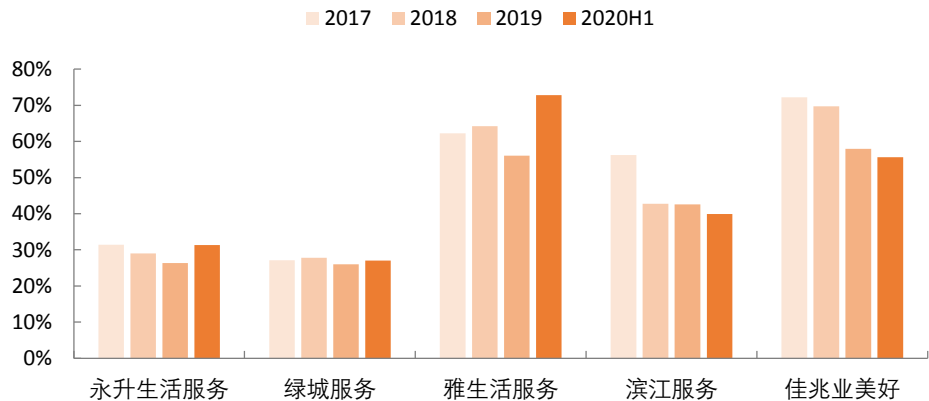
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：上市物管公司非住宅物业在管面积净增加占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：部分物管公司非住宅业态面积/第三方面积占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 借力资本市场、通过收并购进入细分业态子领域

我们统计了上半年上市物管公司收并购事件相关情况，上半年上市物管公司收并购事件共 22 起，其中蓝光嘉宝服务并购事件 8 起，占比约 36.4%。上半年上市物管公司 22 起收并购合计对价约 48.07 亿元，其中雅生活服务（2 起）、碧桂园服务（3 起）对价居首，分别为 20.60 亿元、18.47 亿元，蓝光嘉宝服务虽并购 8 家物管公司，但总对价仅 1.90 亿元。

从上半年物管行业主要收并购事件来看，物管公司的收并购方向包括：

- 1) 收购区域性优质物业管理公司，以实现规模区域双突破，例如永升生活服务收购青岛银盛泰物业公司，进一步加强对青岛市场的拓展；
- 2) 收购细分业态的物业管理公司，以实现细分业态领域覆盖，例如时代邻里通过收购浩晴、耀城、科箭进入电力行业、工业物流，新城悦服务收购成都商写物业管理公司诚悦时代，切入写字楼细分业态。
- 3) 收购增值服务产业链上下游公司，以加强增值服务能力输出，例如碧桂园服务收购金融经纪公司文津国际及传媒公司城市纵横。

从并购的估值区间看，上半年并购估值区间为 8X~16X，其中，并购标的的估值区间有所差异，主要与并购标的的类型相关，住宅物业标的公司估值区间在 10 倍上下徘徊，上市物管公司在收购住宅物业公司时往往更加注重标的公司规模、与上市公司战略及区域布局

的协同效应；非住宅物业公司与住宅物业公司相比更具稀缺性，细分业态领域内具备规模优势和专业服务水平的物业公司往往可以获得更高的估值，例如上半年时代邻里收购上海科箭，静态 PE 倍数达 16.11X。

当前物管公司在资本助力之下，积极抢滩布局多种非住宅业态，结合自身优势，打造品牌及服务平台，但总体来说，除了部分物管公司，例如保利物业，明确聚焦高校教研物业、城镇景区、轨道交通物业三大业态，目前大部分物管公司在各个细分领域尚在不断摸索之中，随着未来在非居业态竞争不断加剧，各家物管公司的竞争壁垒构建更加凸显重要性。

图 14：上市物管公司 2020 年上半年主要收并购事件

并购标的	对价（万元）	股权比例	标的类型	2019A	PE	2020E	PE
并购策略：区域集聚、业态补强、战略协同、项目质地与经济指标优良							
永生生活服务	青岛银盛泰物业	864	50%	物管公司	182	9.50	
	香江物业	4,655	51%	公建物管公司			
并购策略：扩大规模、补强现有业态、打入新区域市场、提升高价值区域集聚度、标的公司未来业绩可持续成长性							
时代邻里	广州市浩晴物业	3,272	100%		379	8.64	
	广州市耀城物业	1,487	100%	电力物业行业领先企业			
	上海科箭物业	23,405	51%	工业物流地产龙头企业	2,849	16.11	3,134 14.64
并购策略：围绕“大物管”+“大社区”战略，纵向深耕+横向拓宽，完善生态布局							
碧桂园服务	上海金晨物业	25,096	100%	物管公司			
	文津国际	8,411	100%	金融经纪业务			
	城市纵横文化传媒	151,200	100%	传媒业务	7,893	19.16	7,501 20.16
并购策略：侧重轻资产管理公司，在经济发达地区，且具有重大增长潜力的城市探索机会							
宝龙商业	浙江星汇	4,060	60%	商业管理公司		600	11.28
并购策略：以住宅业态为主，选择性进入细分业态领域							
新城悦服务	成都悦时代	10455	61.5%	商写业态领先企业	1,636	10.39	1,727 9.84
并购策略：专业化能力补足、优势核心区域市场份额提升、目标公司资质及项目储备、收购价格和回报率							
绿城服务	战略投资：提升优势地区增值服务覆盖密度、目标公司对增值服务输出的需求度						
	中奥到家	20,165	19.32%	物管公司			
并购策略：投拓一体化，并购作为对外拓展的手段之一，形成战略互补							
雅生活服务	中民物业	156,000	60%	物管公司	20,800	12.50	
	民瑞物业	50,000	60%	物管公司			
并购策略：注重非住宅业态拓展，城市区位可以支撑未来物业服务购买，体量不小于400万方							
佳兆业美好	宁波朗通	2,700	60%	物管公司，经营产业园、商住、文旅等多业态			
并购策略：巩固西南优势，战略聚焦华东及华南，布局高价值区域及省会城市							
蓝光嘉宝服务	成都创艺物业		100%				
	成都三朴物业	6,301	60%				
	成都鑫天禹物业		100%				
	无锡东洲物业		100%	物管公司			
	浙江当代物业		80%				
	珠海住宅物业	12,670	70%				
	广安万品物业		98%				
	宁夏安欣物业		55%				

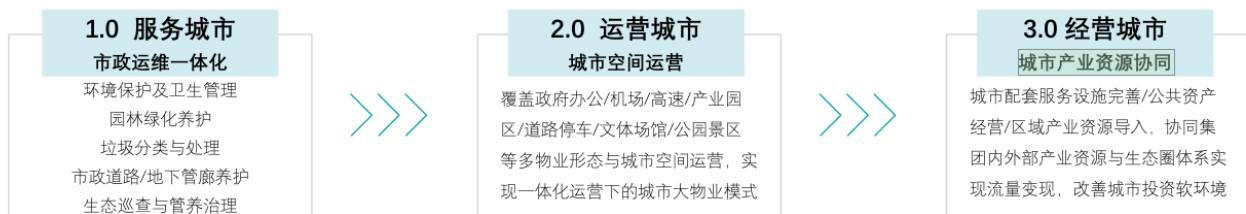
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 城市公共服务拓宽行业边界

在城市精细化管理及后勤服务社会化的号召之下，城市公共服务需求孕育而生，物管公司利用自身相对成熟的服务能力和管理体系切入城市公共服务板块，城市公共服务利润率水平虽然相对较低，但行业空间广阔、竞争格局分散，满足物管公司扩充规模的需求，各家物管公司纷纷发力，通过寻求区域内政企合作、招投标等方式进入该领域。在运营模式上，以碧桂园服务为例，选择环卫服务作为城市服务的突破口，提供市政运维一体化服务，而后进一步覆盖政府办公/机场/高速/产业园区等多物业形态，成为城市空间运营者，在此基础上，完善城市配套服务设施、公共资产经营、导入区域产业资源，实现城市产业资源协同。

我们所统计的上市物管公共服务拓展案例中显示，上半年永升生活服务、碧桂园服务、雅生活服务、佳兆业美好等公司均在城市公共服务板块有项目落地，未来物管公司通过建立标杆项目承接更多城市服务项目，有望成为规模新的增长极。

图 15：碧桂园服务城市服务运营模式演化



资料来源：碧桂园服务 2020 年中期业绩会 PPT，天风证券研究所

图 16：上市物管公司公共服务拓展情况

公司	拓展策略及项目落地情况
永升生活服务	探索智慧城市建设，老旧小区改造、城市公建以及物业生活配套服务等多项内容 上半年落地江苏宿迁经济开发区、乌兰察布集宁区
时代邻里	战略布局城市公共服务领域，覆盖更多区域 上半年自主外拓2,228 万平方米城市公服项目
碧桂园服务	提供一体化解决方案，致力实现生态与环境共生、市民与城市共生、产业协同与经济发展共生 上半年获取6个项目，包括山西寿阳县、天津市军粮城、大连市金普新区、衢州交投集团、云南陆良滇中健康城、陕西白鹿仓集团
保利物业	积极布局公共服务相关产业，包括环卫一体化、老旧小区建管一体化、智慧城镇，打造战略组合优势 新签约66个项目，新增在管项目42个，公服物管收入3.47亿元，同比增长60.1%，收入占比9.6%
雅生活服务	寻求领域内的政企合作、国企混改，以及战略合作机会，收购区域性领先、成长性强的市政环卫、城市服务企业 中标“京沪高速宣堡服务区”、“拉萨海关”项目，与青岛文旅集团成立混改公司，提供城市环卫、城市园林、城市美化亮化等城市服务
佳兆业美好	加快城市综合服务平台的建立，在市政、商住、公园、学校、医院及产业园区多服务领域持续发力 与邯郸市峰峰矿区政府战略合作成立城市综合服务平台，收购浙江宁波朗通物业有限公司，包括产业园、商住、文旅等多业态

资料来源：公司公告，天风证券研究所

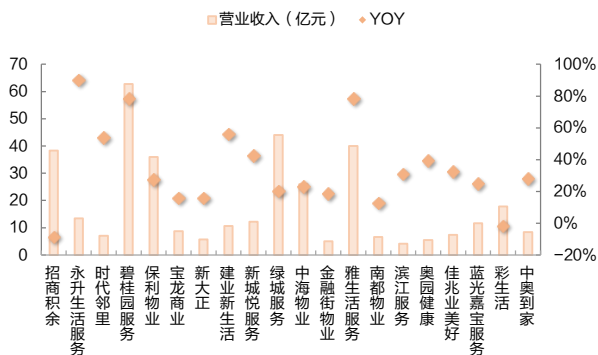
3. 收入结构优化、增值服务多点开花

3.1. 业绩高增长、增收更增利

2020 年上半年 20 家上市物业管理公司合计实现营业收入 371.3 亿元，同比增长 31.8%，增速相较于 2019 年全年下降 14.6pct；合计实现归母净利润 51.0 亿元，同比增长 43.0%，增速相较于 2019 年全年下降 9.4pct。上半年受疫情影响，物管公司在项目拓展等方面受到影响，收入端增速有所回落；但由于疫情期间社保减免、补贴等相关政策支持，以及疫情期间对于社区增值服务有一定的促进，物管公司上半年录得利润端增速显著高于收入端，实现增收增利的双向增长。

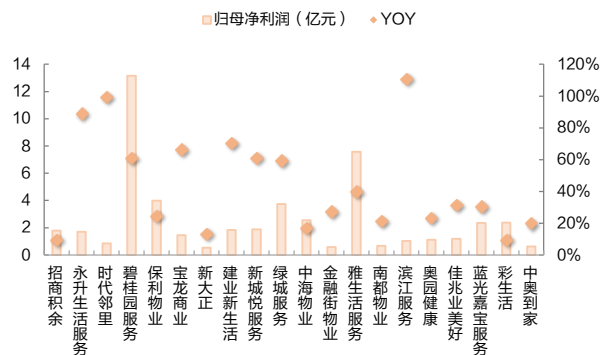
从营收端表现看，上半年永升生活服务、碧桂园服务、时代邻里、建业新生活、新城悦服务、雅生活服务、奥园健康、佳兆业美好均录得高于行业平均水平的营收增速表现；彩生活营收端表现较弱，上半年录得-1.8%的营收增速。从归母净利润端表现看，上半年永升生活服务、时代邻里、碧桂园服务、宝龙商业、建业新生活、绿城服务、滨江服务等取得优于行业平均水平的净利润增速表现；在这些公司中，宝龙商业、绿城服务、滨江服务为增利表现较好的物业公司。

图 17：上市物管公司 2020H1 营业收入及增速



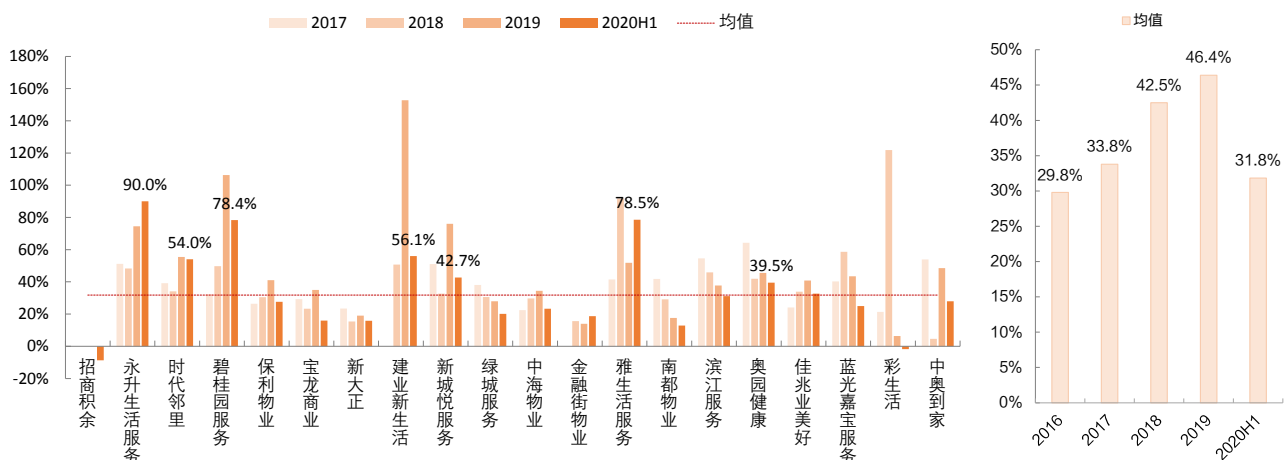
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：上市物管公司 2020H1 归母净利润及增速



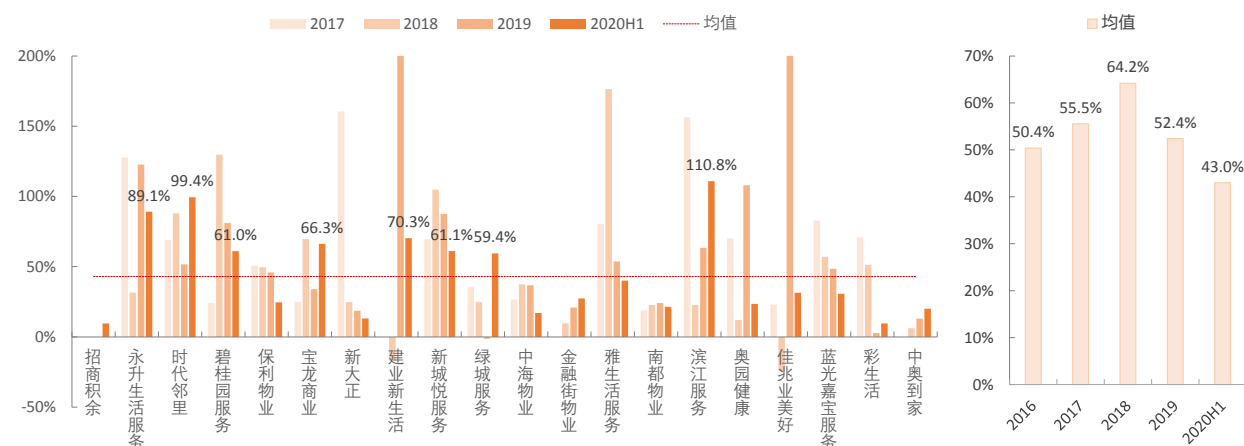
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：上市物管公司营收增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：上市物管公司归母净利润增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

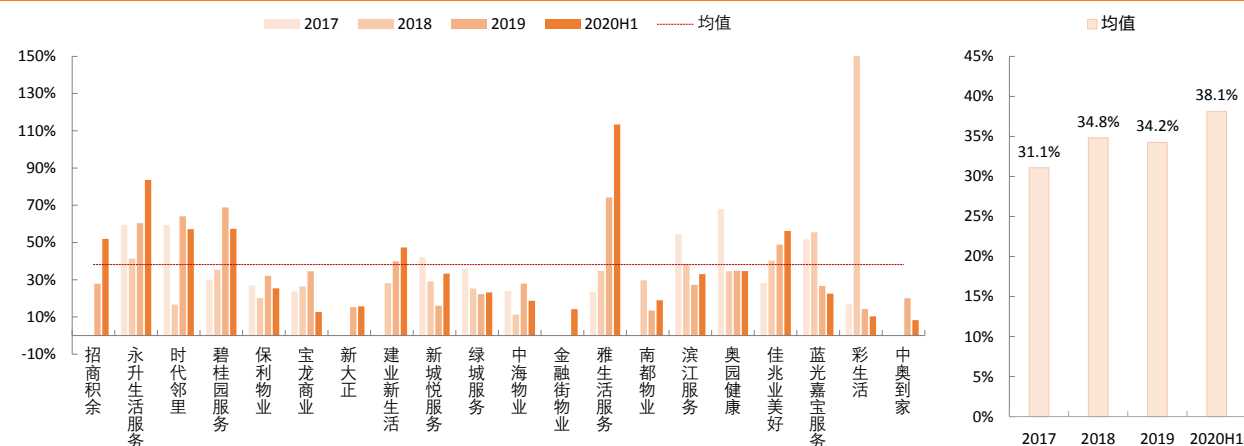
3.2. 基础物管收入跟随在管规模扩张、物管费均价温和上涨

根据 20 家样本公司数据来看，上半年整体实现物业管理服务收入 248.4 亿元，同比增速达 38.1%，较 2019 年末增速回落 14.8pct；其中招商积余、永升生活服务、时代邻里、碧桂园服务、建业新生活、雅生活服务及佳兆业美好上半年基础物管收入增速高于行业平均增速；部分公司增速超均值主要源于收并购等带来的在管面积的快速增长从而推升短期基础物管收入的快速增加。

从基础物管整体增速的趋势变化看，上市物管公司整体增速自 2016 年来始终保持至 30% 以上的增速水平，高增长持续性较强。我们通过分析在管面积及物业费均价的变动水平发现，基础物业管理服务收入的快速增长直接受益于近几年在管面积的不断拓展，以及物管均价的温和上涨。为了对比各家公司的物管收费高低，按照基础物业服务板块收入/期初期末在管面积均值（非公司披露数据）得出物管均价，上半年物管均价较 2019 年全年的 1.49 元/平米提升 0.23 元至 1.72 元/平米，物管均价的提升一方面是跟随人力成本上涨而相应调整，一方面是因为物管业态组合日益多元化，由于住宅在所有业态中物业费最低，非住宅业态占比提升在一定程度上也能拉升整体物管费均价水平。

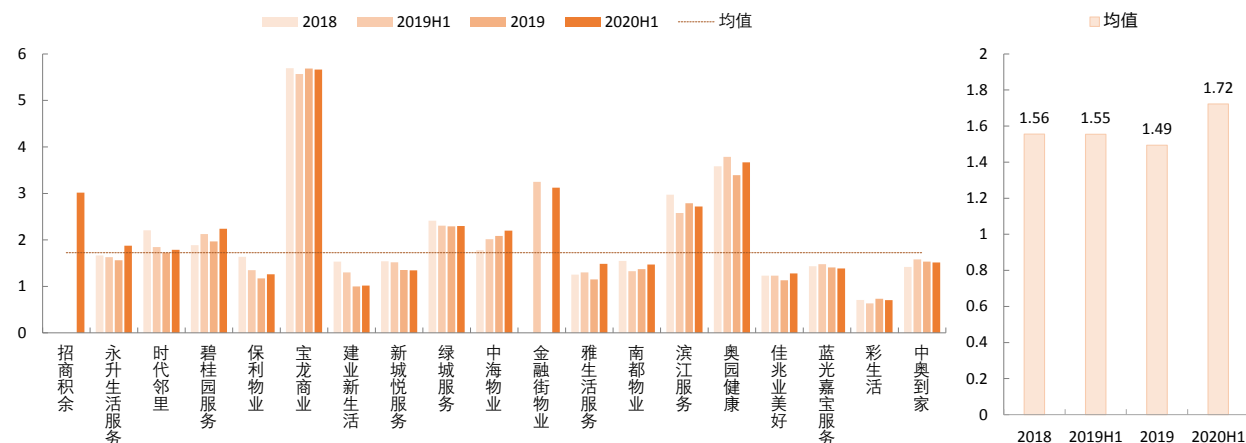
上半年物业管理服务板块收入占总收入比重达 66.9%，较 2019 年全年占比略有提升（提升 2.4pct），但从基础物管收入占总收入比重的变化趋势看，基础物业管理服务收入比重自 2015 年来呈现逐步下降趋势。我们认为基础物管收入整体比重逐步下降在未来仍会是一个趋势，源于现阶段增值服务形态尚未丰满（一方面是当前增值服务模式尚在探索阶段，服务内容有待逐渐丰富，另一方面存量零散项目增值服务处于空白，使得在管规模拓展的同时，有更多围绕业主的需求被满足），在未来仍有较大的提升空间。

图 21：上市物管公司物业管理服务板块收入增速



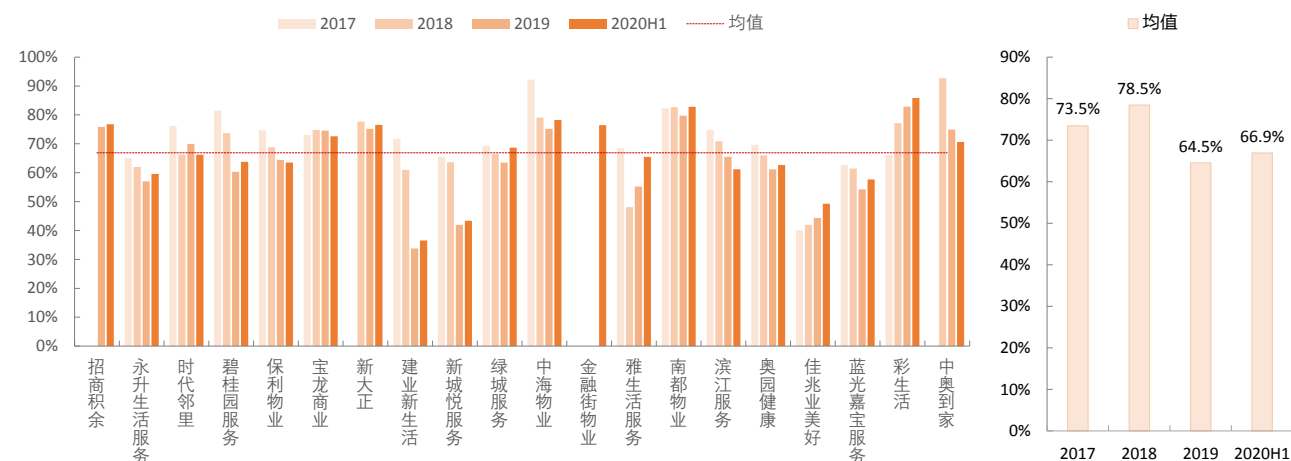
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：上市物管公司物业管理服务单价（元/平米/月）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：上市物管公司物业管理服务板块收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

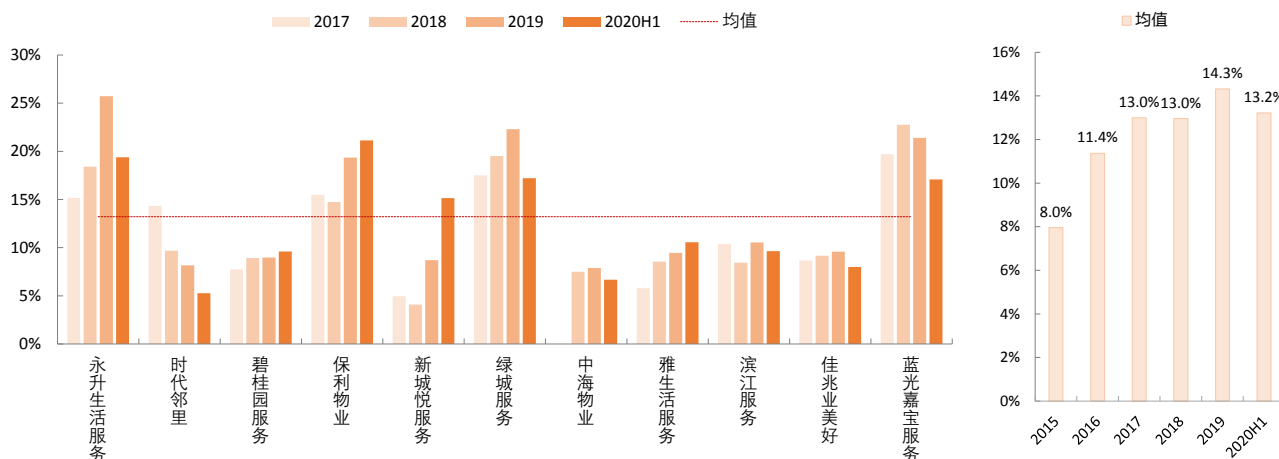
3.3. 社区增值服务内容日渐多元、价值潜力可观

根据 11 家有披露数据的物管公司，上半年实现整体社区增值服务收入约 35 亿元，同比增速+45.6%，较 2019 年末增速回落 22.6pct；其中物管公司间在社区增值服务增速表现上分化较大，永升生活服务、碧桂园服务、新城悦服务、雅生活服务、滨江服务分别录得+84.6%、+96.2%、+94.8%、+105.0%、+165.5%的高增长，而蓝光嘉宝服务、佳兆业美好、绿城服务等公司在社区增值服务收入的增速表现则较为一般，三家均为不到 10%的增速表现；企业与企业之间的增速分化较明显。

从社区增值服务收入增速的变化趋势看，自 2016 年来社区增值服务增速一直保持在 50% 以上，今年上半年受到疫情影响，部分入户式服务无法正常开展，而疫情期间为满足业主日常生活需求的社区新零售业务表现超预期，疫情缓和后家装需求有所恢复，相应拎包入住等美居业务取得较快增长，虽增速不及往期，但疫情之下仍保持较快增长，表现出良好的抗风险特征。未来两到三年仍是新房交付的高峰期，拎包入住、美居等业务依然是社区增值服务的重要发力点，但中长期来看，居家生活服务、社区空间运营、康养教育服务等业务在一定程度上可以突破地产周期的影响，当前各家物管公司也在积极探索适合自己的运营模式以及加强品牌建设。

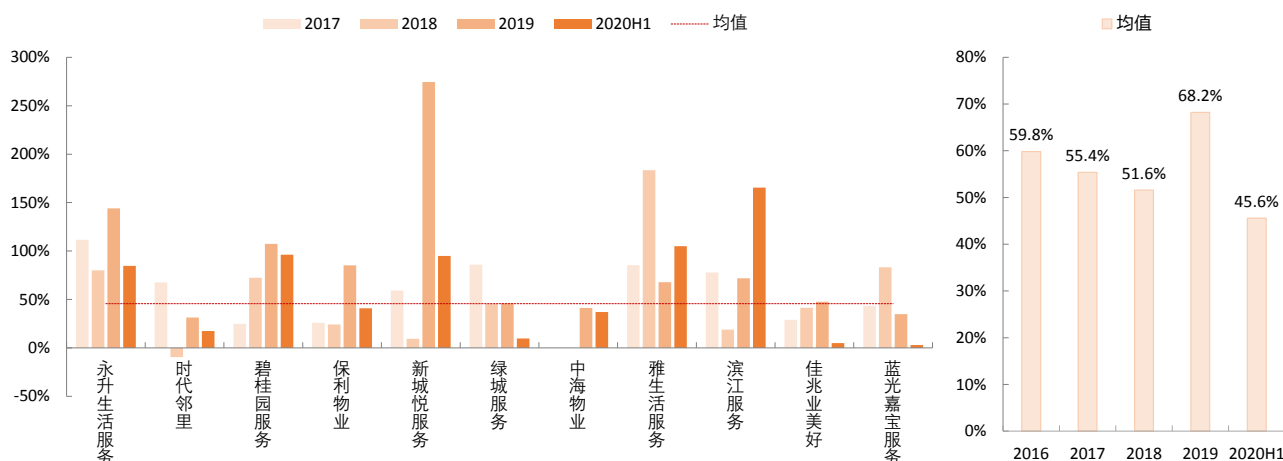
社区增值服务板块收入占比在上半年自 2019 年全年的 14.3%下降 1.1pct 至 13.2%，上半年增速下滑相应收入占比略有下降，但从过往趋势来看，社区增值服务收入占比呈现逐年提升的趋势，粗略计算，基础物管与社区增值比例为 5:1，未来社区增值服务仍有很大的提升空间，一方面来源于增值服务在社区内的渗透率不断提升，另一方面非住宅特色增值服务内容仍有待探索。

图 24：上市物管公司社区增值服务板块收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：上市物管公司社区增值服务板块收入增速

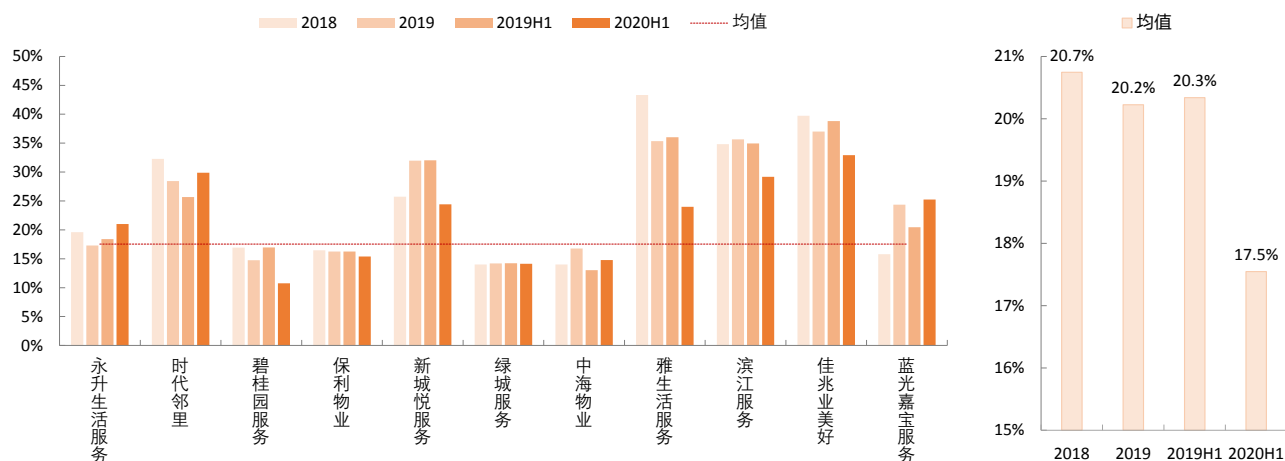


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4. 非业主增值以协销服务为主、收入占比进一步下降

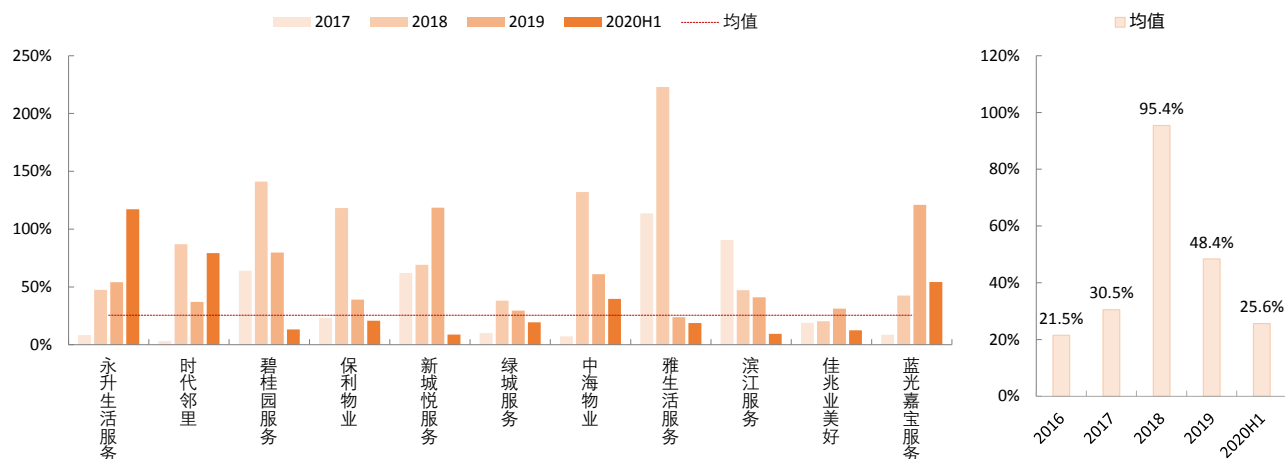
非业主增值服务主要是面向开发商提供案场协助销售、验房、房修等服务，收入构成尤以协销服务为主，从保利物业、永升生活服务、蓝光嘉宝服务、时代邻里几家的数据来看，协销服务占比均在 50%以上，上半年非业主增值服务整体收入增速达 25.6%，较 2019 年全年增速 48.4%下降明显，主要是源于疫情期间，案场纷纷关闭，业务无法正常开展所致。从过往趋势来看，非业主增值服务收入占比逐年下降，上半年收入占比较 2019 年全年下降 2.7pct 至 17.5%，物管公司整体营收结构进一步优化。物管公司开展非业主增值服务，能够在物业交付前期就介入项目管理，有利于铺排自身品牌宣传及产品推介，但由于地产周期影响，面向开发商的服务面临成长性不足的短板，且市场出于对利益输送等多因素的考量，非业主增值服务收入占比过高会对公司估值有一定的折价，未来随着业主增值服务规模扩大，非业主增值服务收入占比有望继续收缩。

图 26：上市物管公司非业主增值服务板块收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：上市物管公司非业主增值服务板块收入增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

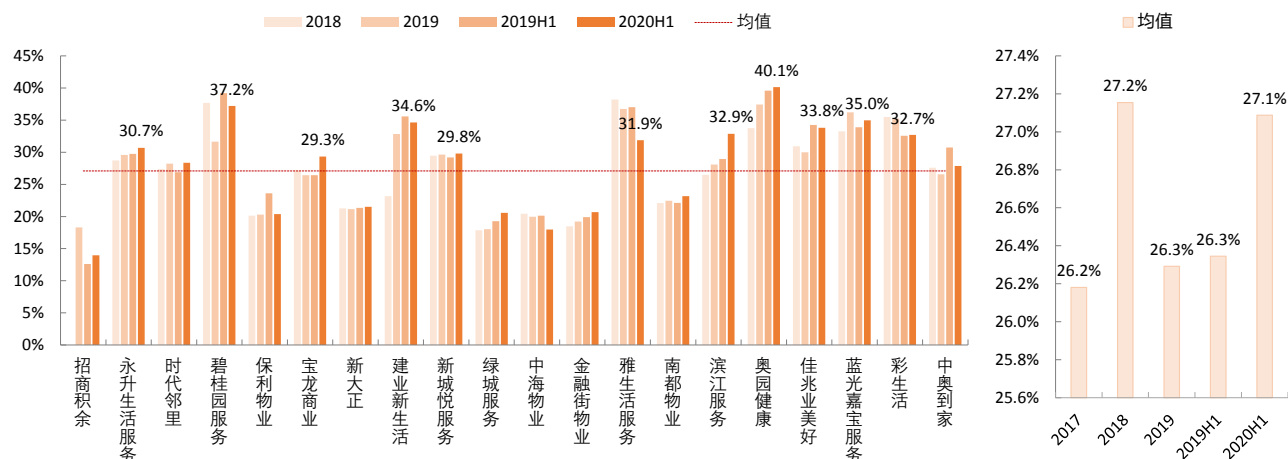
4. 精细化管理之下降本增效、盈利能力持续向好

4.1. 盈利能力提升、精细化管理见成效

2020 年上半年 20 家物管公司毛利率为 27.1%，较上年同期提升 0.8pct，毛利率的提升得益于物管公司近几年在规模增长的同时不断优化组织结构和人员配置，同时叠加上半年社保减免，人员成本下降显著。

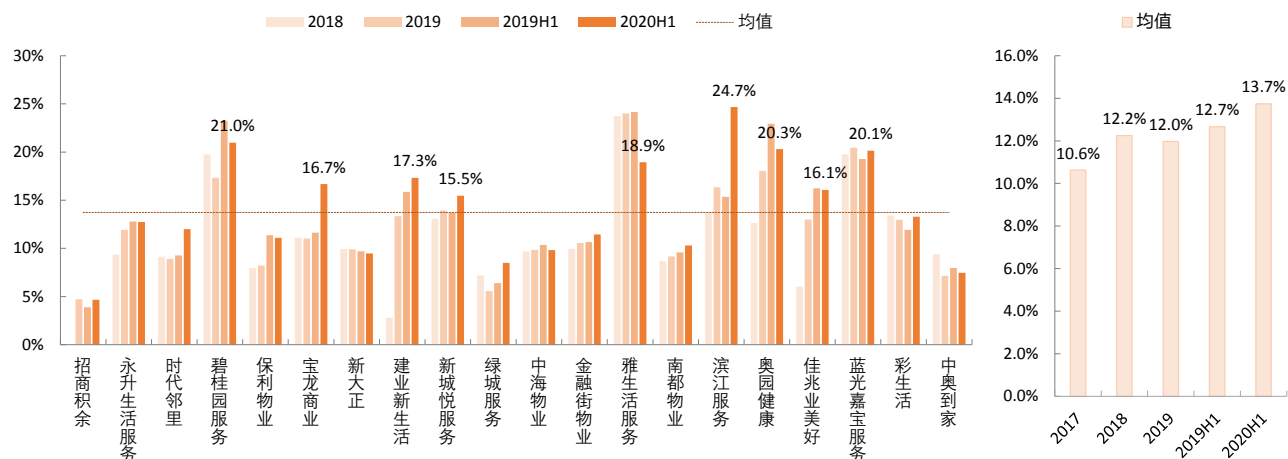
以人力成本/营收指标来看（人力成本包含计入销售成本、行政开支、销售及营销开支的雇员福利开支），2020 年上半年人力成本在营收中的占比为 37.8%，较上年同期下降 4.0pct。物管行业逐渐从粗放式管理向精细化运营转变，借助数字化、信息系统管理等多方手段提质增效，SA&G 费率较上年同期下降 0.8pct 至 8.8%，得益于管理效率不断提升，盈利能力持续向好，上半年归母净利润水平达 13.7%，较上年同期提升 1.0pct。

图 28：上市物管公司毛利率



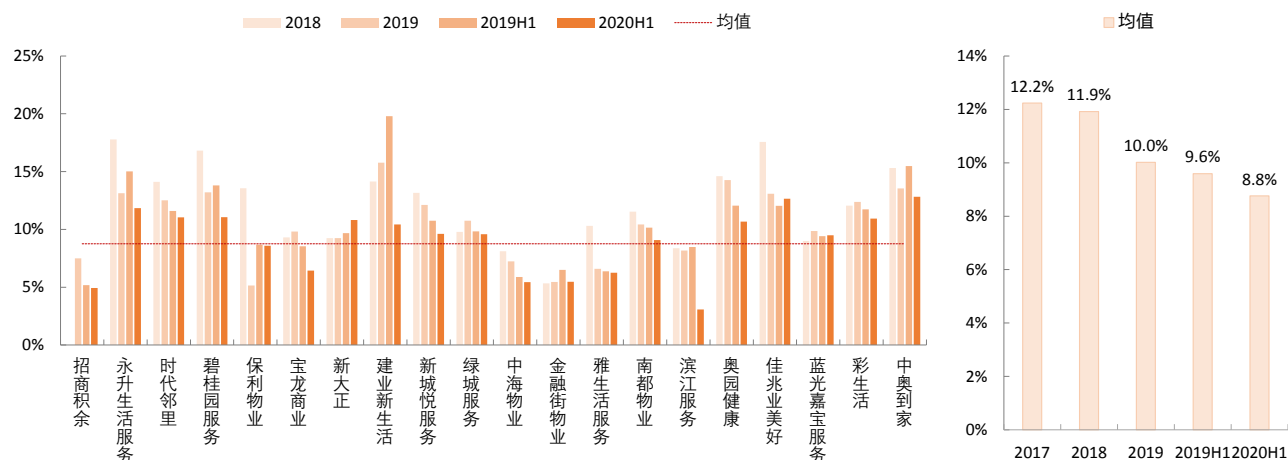
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：上市物管公司归母净利润率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

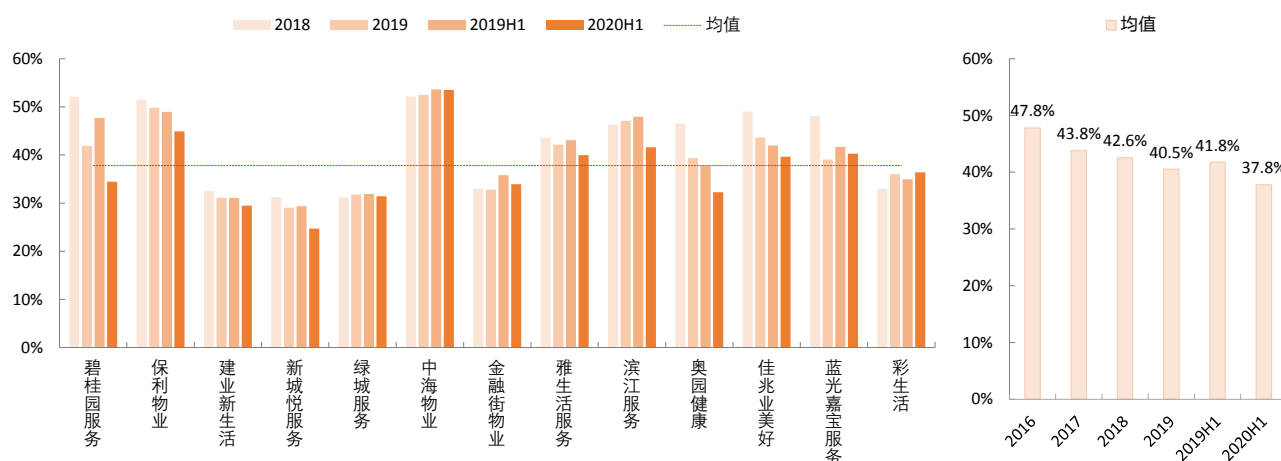
图 30：上市物管公司 SA&G 费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

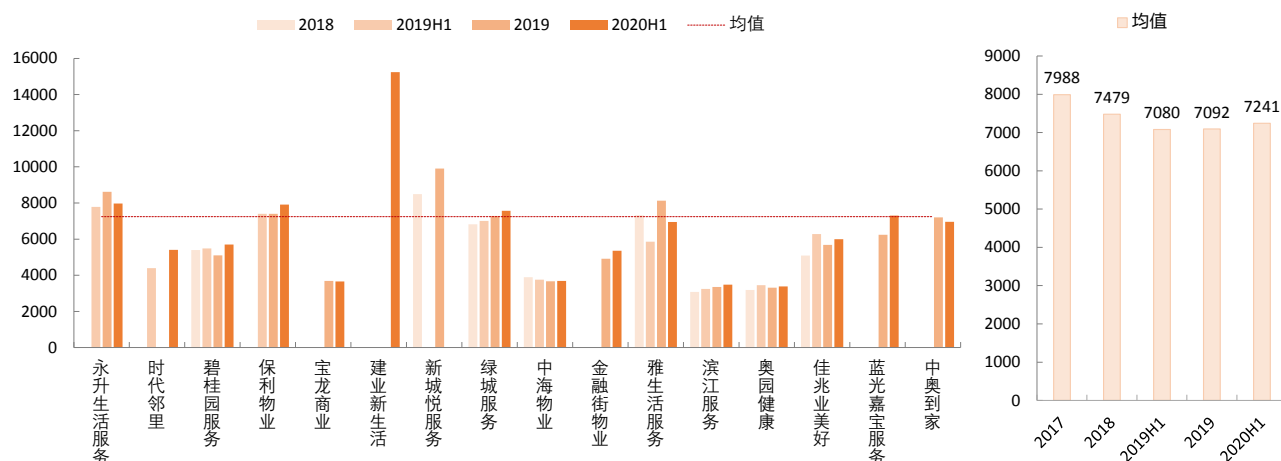
人均效能持续提升：从上半年数据来看，以在管面积/雇员数量（不包括外包人员）计算的人均效能达 7241 平方米/人，较 2019 年 7092 平方米/人略有提升，近几年随着物管公司在管规模扩大及对外拓展力度加大，员工人数相应有所增加，人均效能的提升表明人员使用效率有所提升。物管公司在区域拓展策略上，更加聚焦优势及战略区域，有利于提升项目密度，优化人员配置，以聚焦在河南省内的物管公司建业新生活来看，上半年人均效能达到 15246 平方米/人，为行业均值的 2 倍之多，说明未来物管行业在集中度提升趋势之下，整体人均效能仍有较大提升空间。

图 31：上市物管公司人力成本/营收



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 32：上市物管公司物业管理服务人均效能（平方米/人）

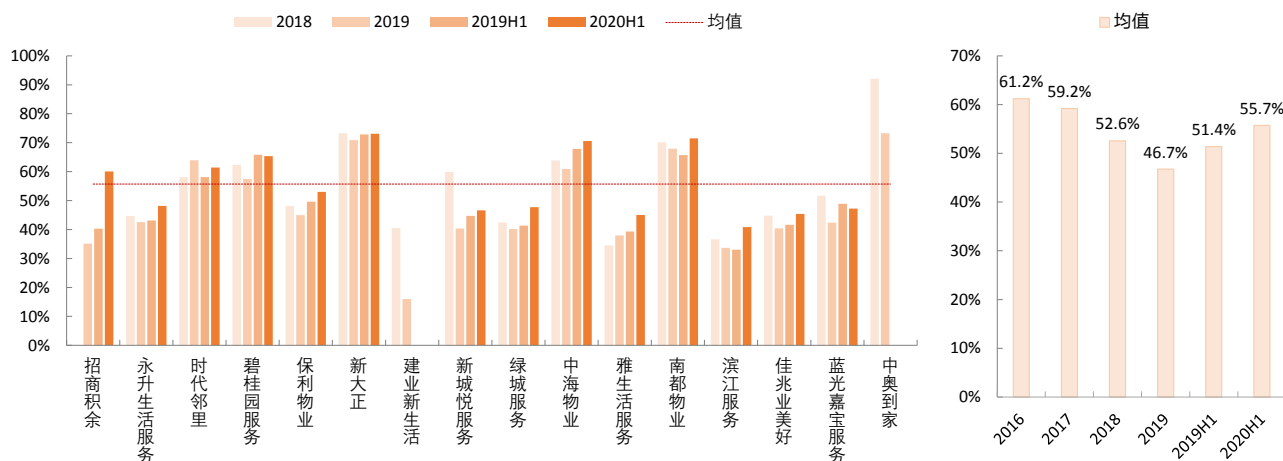


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 基础物管毛利率提升空间有限

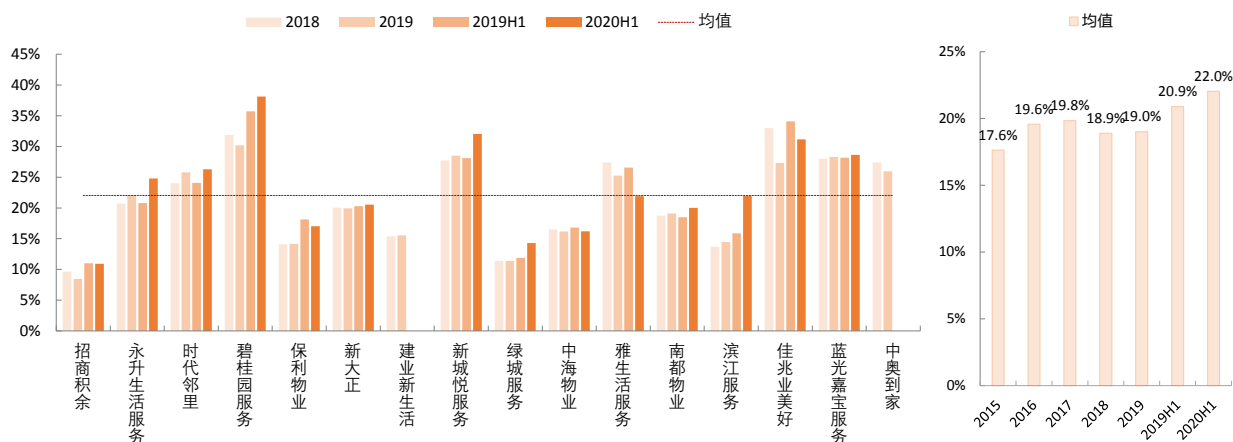
上半年基础物管服务毛利率达 22.0%，较上年同期提升 1.1pct，毛利占比相应较上年同期提升 4.3pct 至 55.7%，上半年管理效率提升叠加社保减免，基础物管毛利率有所提升，但是我们认为未来人员成本上涨及物管费提价不易在一定程度上会牵制基础物管板块毛利率提升。

图 33：上市物管公司物业管理服务板块毛利占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 34：上市物管公司物业管理服务板块毛利率

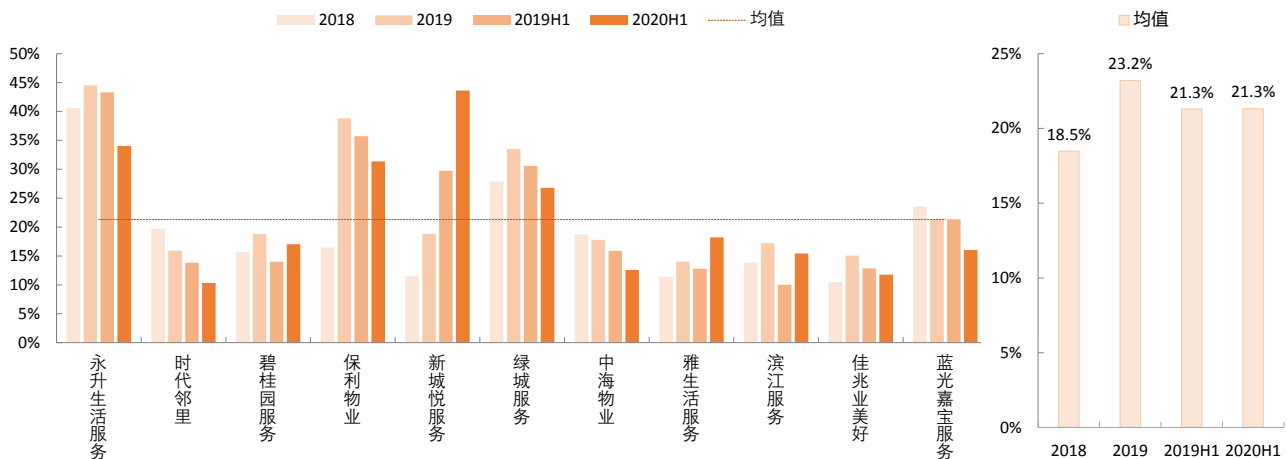


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 社区增值毛利率行业内分化明显

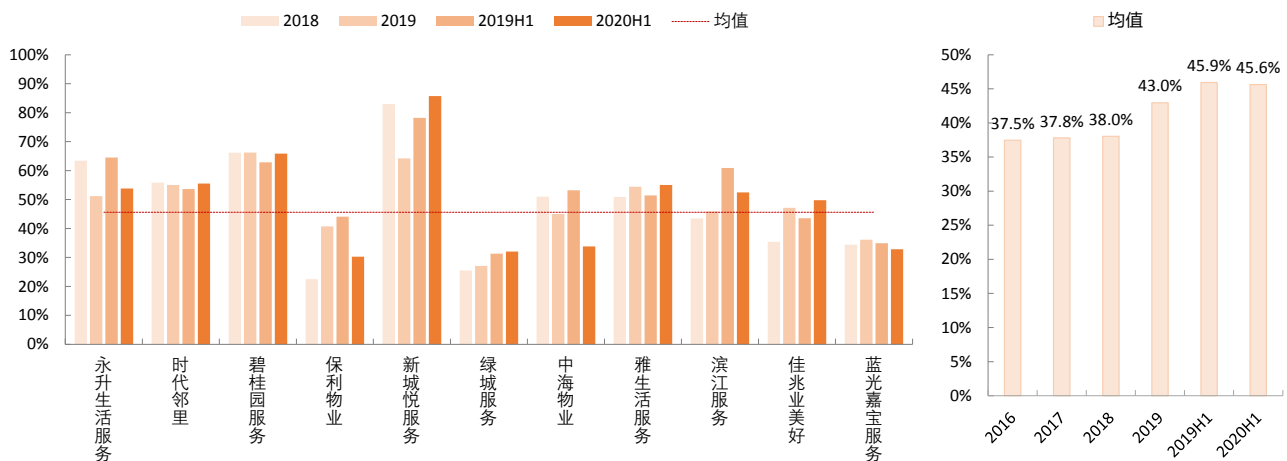
上半年社区增值服务毛利率达 45.6%，较上年同期略有下降，毛利占比达 21.3%，基本与上年同期持平，由于社区增值服务内容较为宽泛，各项业务的毛利率差异较大，业务收入结构变动导致整体毛利率波动，且自营或平台模式开展业务也会相应影响毛利率表现。各家物管公司社区增值服务毛利率分化明显，新城悦服务毛利率最高，保利物业、绿城服务毛利率处于末位。

图 35：上市物管公司社区增值服务板块毛利占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 36：上市物管公司社区增值服务板块毛利率

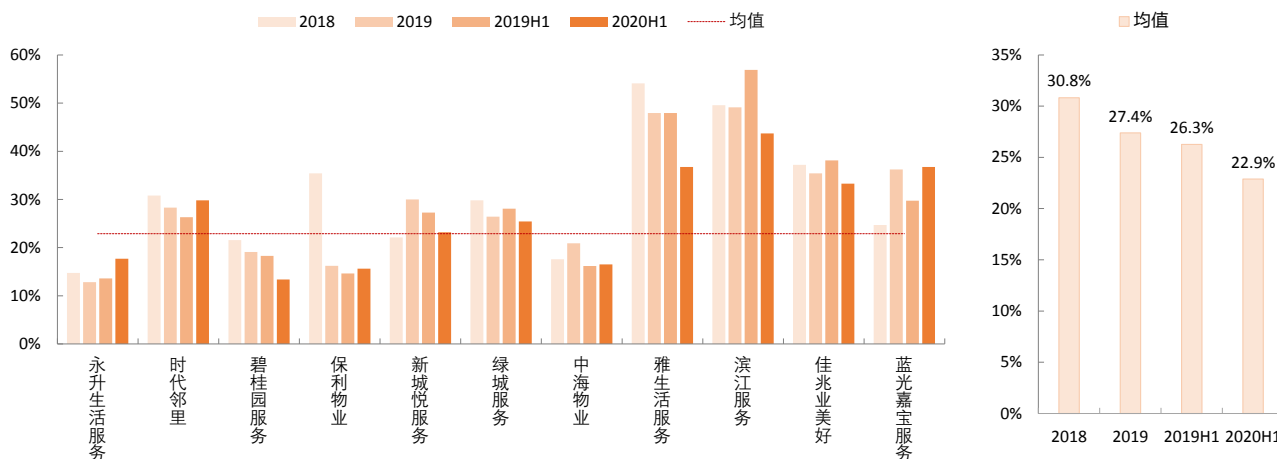


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.4. 非业主增值服务毛利占比持续下降

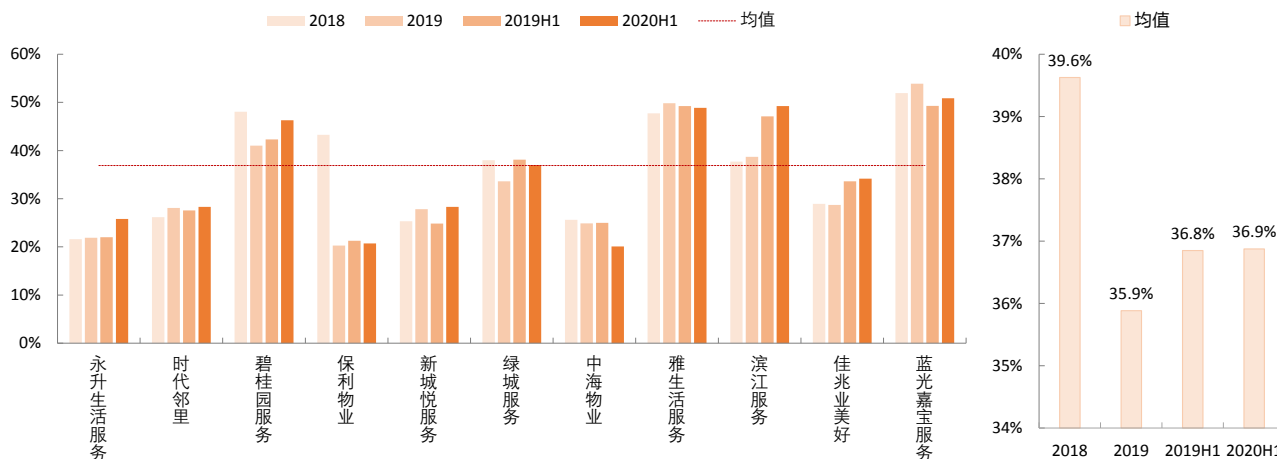
上半年非业主增值服务毛利率为 36.9%，基本与上年同期持平，各家物管公司非业主增值服务毛利率普遍在 25% 以上，相应毛利占比达 22.9%，相比上年同期收缩 3.4pct，且毛利占比在近几年呈现持续下降趋势，主要与非业主增值服务收入占比下降有关。

图 37：上市物管公司非业主增值服务板块毛利占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 38：上市物管公司非业主增值服务板块毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 投资建议

物管行业正处于成长初期，我们认为未来随着住宅物管集中度不断提升及非住宅业态潜力不断释放，在管规模将维持高成长性。同时增值服务内容尚在不断探索和丰富，未来增长潜力具备想象空间。短期重点推荐招商积余、保利物业、碧桂园服务、新城悦、永升生活、雅生活、绿城服务等。

6. 风险提示

风险提示：物管费收缴不及时，人员成本上涨，并购整合不及预期

- 1) **物管费收缴不及时**：物管费收缴不及时会使得物管公司应收账款堆积，坏账拨备增加导致利润侵蚀；
- 2) **人员成本上涨**：雇员薪资福利增加，会使得整体成本上升，毛利率下降，从而影响拉低公司净利率水平；
- 3) **并购整合不及预期**：由于当前物管公司多借助收购手段扩大公司规模，若存在并购整合无法顺利开展，或整合后效果不及预期，可能会导致公司运营资金使用效率降低，影响公司盈利表现

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com