

证券研究报告—深度报告

地产服务 II

物业管理行业专题报告（一）

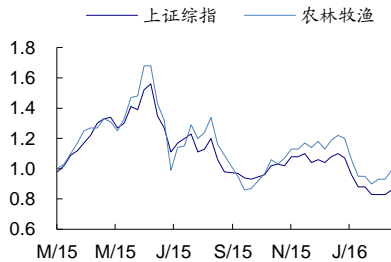
超配

（首次评级）

2020 年 06 月 01 日

一年该行业与上证综指走势比较

行业专题



相关研究报告:

《海外市场研究：彩生活 2014 年年报点评：平台价值凸显，成长空间广阔》——2015-03-04

证券分析师：任鹤

电话：010-88005315

E-MAIL: renhe@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040006

证券分析师：王粤雷

电话：0755-81981019

E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030001

“类收租”模式奠定高估值基础，潜在业绩有力支撑静态 PE

● 物管行业高估值的三大支撑

我们认为当前物业管理行业的高估值有三大支撑：一是高续约率下物管的商业模式类似“坐地收租”，本质上锚定了较高估值水平，二是中短期高度确定的业绩增长，充分拉低动态 PE，对应地产增量，三是长期丰富的想象空间，核心是单盘 NOI 提升，对应地产存量。本篇报告主要讨论前两个问题。

● 高续约率意味着物管公司的类似“收租权”

物管项目的高续约率，也即客户黏性几乎是天然的，短期内无法改变。在此基础上，物管商业模式类似于“收租”。高续约率意味着物管公司表外隐含了一项“收租权”。

● 悲观情形下的“收租权”期限约 8 年

在人力成本延续上升、存量物业费“锁死”的悲观情形下，在管楼盘的 NOI 将随时间逐渐下降，直至归零。以基础物管和业主增值服务作为核心业务，假设人力成本每年上升 6%，其他成本维持不变，可以计算出有效的“收租”期限为 7.9 年。

● “类收租”模式奠定高估值基础，可以参考消费和教育

“类收租”模式和较高的物业费收缴率，使得公司具有良好的自由现金流，同时其扩张不需承担再投资风险，加之其对经济波动的敏感性较低，稳态下的物管公司估值水平可以参考消费和教育行业。

● 潜在业绩下限高度确定，高增长有力拉低动态 PE

短期内物管公司将享受在管数量和质量的提升，将划定物管公司短期内的潜在业绩下限。样本公司在管面积短期提升空间 80%以上，新盘的持续输入将有力支撑整体盈利水平。保守和中性假设下样本物管公司潜在业绩增长率均值为 69%和 102%，对应平均动态 PE 为 34 倍和 29 倍。

● 投资建议

综合来看，我们认为即使仅考虑物管公司的商业模式和高度确定的潜在业绩，当前主流物管公司整体估值水平也基本合理，而广阔的长期前景将持续支撑物管公司价值提升。建议关注碧桂园服务、新城悦服务、保利物业、永升生活服务、雅生活服务和蓝光嘉宝服务。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

投资摘要

关键结论与投资建议

“类收租”的商业模式、较高的物业费收缴率和极低的资本开支，使得公司具有良好的自由现金流，且不需承担再投资风险，加之其对经济波动的敏感性较低，奠定了物管公司高估值的基础，**稳态下的物管公司估值水平可以参考消费和教育行业。**

短期内物管公司将享受在管数量和质量的双重提升，这将划定物管公司短期内的潜在业绩下限，保守和中性假设下样本物管公司业绩增长率均值为 69% 和 102%，**确定性的稳增长匹配当前较高的静态估值。**

综合来看，**我们认为当前主流物管公司整体估值水平合理。**建议关注碧桂园服务、新城悦服务、保利物业、永升生活服务、雅生活服务 and 蓝光嘉宝服务。

核心假设或逻辑

第一，我们认为物管行业的高续约率在中短期内将维持，物管公司维持现有在管面积无需面临激烈的竞争。

第二，我们认为在管项目的基础物业费在短期内无法提升，受人力“产能”限制，业主增值服务的增长也不可能完全脱离基础物管服务的规模。

第三，在物管费锁死、人力成本不断上升的悲观情形下，存量物管项目的盈利水平将不可避免的下降，主流物管公司过去几年盈利能力的上升，更多来自于初始盈利水平较高的增量新盘的注入。

与市场预期不同之处

市场认为当前多数物管公司估值水平较高，已经透支了未来的业绩增长。我们通过分析物管公司的商业模式，认为“类收租”的商业模式、较高的物业费收缴率和极低的资本开支，使得公司具有良好的自由现金流、无需承担再投资风险、对经济波动的敏感性较低，**奠定了物管公司高估值的基础，稳态下的物管公司估值水平可以参考消费和教育行业。**加之短期内物管公司将享受在管数量和质量的双重提升，这将划定物管公司短期内的潜在业绩下限，保守和中性假设下样本物管公司业绩增长率均值为 69% 和 102%，**确定性的稳增长匹配当前较高的静态估值。**因此，当前物管公司的高估值是合理的。

股价变化的催化因素

第一，宏观不确定性下，物管公司持续高增长的业绩数据，有望提升公司的确定性溢价。

第二，行业商业模式的“类收租”本质逐步得到市场认可，稳步提升估值水平。

第三，基础物管服务价格限制政策的松动。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，地产销售大幅下降，物管公司无法获取足够的增量新盘，同时非业主增值服务面临下降压力。

第二，经济下行之下物管费收缴率可能面临下降，进而影响物管公司现金流。

内容目录

前言	6
“类收租”商业模式，奠定高估值基础	6
从地产开发的低估值说起	6
高续约率下，物管商业模式类似“收租”	8
“类收租”模式奠定高估值基础，可对标消费和教育	9
一个以“收租权”为基础的分析框架	11
近年物管盈利能力稳中有升的关键原因：新盘持续交付	17
高度确定的潜在业绩，匹配较高的静态估值	18
价值下限的对应情形	18
短期确定性：在管数量与质量的双重提升，划定未来业绩下限	19
数量：在管面积增长 80%以上	19
质量：新盘注入支撑盈利能力，短期内将稳中有升	19
确定的高成长性，匹配静态高估值	21
投资建议	22
国信证券投资评级	23
分析师承诺	23
风险提示	23
证券投资咨询业务的说明	23

图表目录

图 1: 房地产开发企业普遍估值较低	7
图 2: 房企规模成长与 FCFF 存在天然矛盾 (单位: 亿元)	7
图 3: 相同增速下, 房企 FCFF 低于对标企业	7
图 4: 未来 10 年年均需求小幅下降 (单位: 亿平方米)	7
图 5: 房地产开发行业处于成熟期向衰退期的过渡阶段	7
图 6: 百强房企续约率维持高位稳定	9
图 7: 绿城服务和南都物业项目续约率	9
图 8: 百强物管收缴率和住宅收缴率	10
图 9: 百强物管在管面积均值及增速 (单位: 万平方米)	10
图 10: 食品饮料行业代表性公司估值 (2020E)	10
图 11: 教育行业代表性公司估值 (2020E)	10
图 12: 样本物管公司 ROA	11
图 13: 样本物管公司 ROE	11
图 14: 百强物管营收均值及增速 (单位: 万元)	11
图 15: 百强物管与十强物管市占率	11
图 16: 百强物管三类业务收入占比	12
图 17: 上市物管公司非业主增值服务收入/增值服务收入	12
图 18: 上市物管公司非业主增值服务毛利/增值服务毛利	13
图 19: 物管公司非业主增值服务毛利/增值服务毛利 (2)	13
图 20: 以管理面积质量和数量为切入点的分析框架	13
图 21: 百强物管平均核心业务 NOI 与单位面积 NOI (单位: 万元, 元/年)	14
图 22: 百强物管在管面积及增速 (单位: 万平方米)	14
图 23: 上市物管公司单位面积 NOI (单位: 元/年)	14
图 24: 上市物管公司单位面积 NOI (2) (单位: 元/年)	14
图 25: 上市物管公司单位面积 NOI 与基础物业服务占比 (单位: 元/年)	14
图 26: 上市物管公司单位在管面积基础服务收入 (单位: 元/年)	15
图 27: 上市物管公司单位在管面积基础服务收入 (2) (单位: 元/年)	15
图 28: 2019 年百强物管公司成本构成	15
图 29: 居民服务业平均工资持续上涨 (单位: 元/年)	15
图 30: 悲观情形下的单位面积 NOI 曲线	16
图 31: 保利物业自有项目前期和后期物业费 (单位: 元/平方米/月)	16
图 32: 保利物业住宅项目在管面积划分 (单位: 万平方米)	16
图 33: 不同初始毛利率下的“收租”期限 (单位: 年)	17
图 34: 不同人力成本增速下的“收租”期限 (单位: 年)	17
图 35: 不同初始毛利率下的毛利率表现 (工资增速 6%)	17
图 36: 不同人力成本增速下的“收租”期限 (单位: 年)	17
图 37: 物管行业 2014 年至今毛利率逐渐上升	18
图 38: 部分上市物管公司核心业务毛利率	18
图 39: 住宅竣工面积及增速 (单位: 万平方米, %)	18
图 40: 百强物管核心收入构成 (单位: 元/平方米/元)	18
图 41: 上市物管公司业主增值收入/核心业务收入	18
图 42: 上市物管公司业主增值收入/核心业务收入 (2)	18
图 43: 样本物管公司 2019 年末合约面积与在管面积 (单位: 万平方米)	19
图 44: 样本物管公司合约面积/在管面积	19
图 45: 上市物管公司单位面积 NOI (单位: 元/年)	20
图 46: 上市物管公司单位面积 NOI (2) (单位: 元/年)	20
图 47: 单位面积 NOI 与单位面积基础服务 NOI 相关性较强 (单位: 元/年)	20
图 48: 单位面积 NOI 与单位面积增值服务 NOI 相关性较弱 (单位: 元/年)	20
图 49: 保守假设下样本物管公司潜在估值下限	22
图 50: 中性假设下样本物管公司潜在估值	22
表 1: 2020 年至 2030 年商品住宅需求测算	8
表 2: 高续约率下物业管理拥有类似“收租”的权利	9
表 3: 增值服务分类及内容	12
表 4: 部分物管公司开拓新业务情况	12

表 5: 悲观情形下的“收租”期限 (单位: 年)	16
表 6: 保守假设下样本物管公司潜在 PE 上限测算.....	21
表 7: 中性假设下样本物管公司潜在 PE 测算.....	21

前言

近年物业管理行业越发受到资本市场关注和认可，2015 年以来多家物管公司进入资本市场，并受到市场追捧，主流物管公司平均 PE (TTM) 接近 50 倍。我们认为当前物业管理行业的高估值有三大支撑：一是高续约率下物管的商业模式类似“坐地收租”，本质上锚定了较高估值水平，二是中短期高度确定的业绩增长，充分拉低动态 PE，对应地产增量，三是长期丰富的想象空间，核心是单盘 NOI 提升，对应地产存量。

本篇报告中，我们主要讨论物管行业的商业模式特点，以及中短期内物管公司的潜在价值下限（我们将在后续报告中进行行业长期空间和发展趋势的讨论），主要结论如下：

- ◆ 物管项目高续约率几乎是天然的，在此基础上，物管行业类似于“收租”模式。高续约率意味着物管公司表外隐含了一项“收租权”；
- ◆ “类收租”模式、较高的物业费收缴率和极低的资本开支，使得公司具有良好的自由现金流，且不需承担再投资风险，加之其对经济波动的敏感性较低，奠定了物管公司高估值的基础。稳态下的物管公司估值水平可以参考消费和教育行业；
- ◆ 短期内物管公司将享受在管数量和质量的双重提升，这将划定物管公司短期内的潜在业绩下限，保守和中性假设下样本物管公司业绩增长率均值为 69% 和 102%，确定性的高增长匹配当前较高的静态估值。

“类收租”商业模式，奠定高估值基础

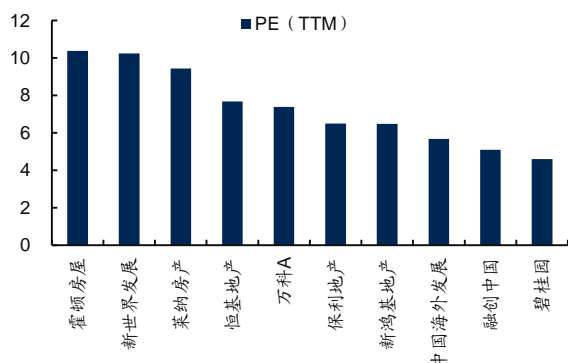
从地产开发的低估值说起

地产开发与物业管理密切相关，同时也是物管公司增量业绩的重要来源。此外，地产开发与物业管理均为“单盘叠加”模式，即公司整体业绩几乎等于公司项目的线性叠加，而且这些项目的单盘盈利模式并无显著差异。因此，我们以分析房地产开发企业的低估值，作为物管行业分析的引子。需要说明的是，我们的讨论以住宅物业为主。

我们认为，房地产开发行业估值较低的原因有三：

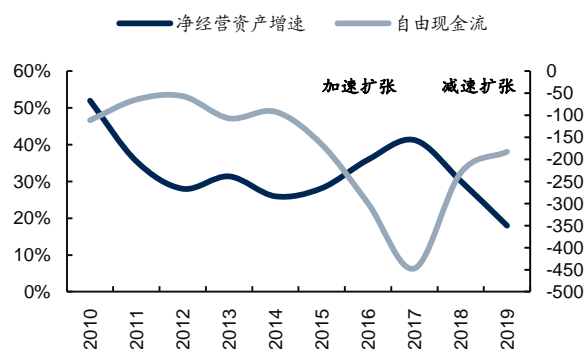
- ◆ 一是成长与 FCFF 存在天然的矛盾。房地产开发对经营性资产（货币资金、存货和大部分权益性投资）的需求大，同时资产的变现往往跨年，导致房企的规模成长往往与自由现金流矛盾，这也是财务杠杆依赖的根本原因（详见我们的相关报告）；
- ◆ 二是很难规避的再投资风险。即使房企降低规模诉求，保持当前规模，自由现金流虽然会有明显改善（如主流房企 2019 年的财务表现），也仍然会面临再投资风险。因为房企无法完全控制“原材料”（土地）的质量，无法保证每一块地都能达到预期的收益率。当然，也有可能挣到超预期的钱，但方差明显更大，风险折价也会更大；
- ◆ 三是逐渐收缩的市场空间。我们测算未来十年内商品住宅年均需求大致为 12 亿平方米，相对 16 年到 19 年 14.5 亿平米的年均需求有所下降，当前地产开发基本处于成熟期晚期向衰退期早期的阶段。

图 1：房地产开发企业普遍估值较低



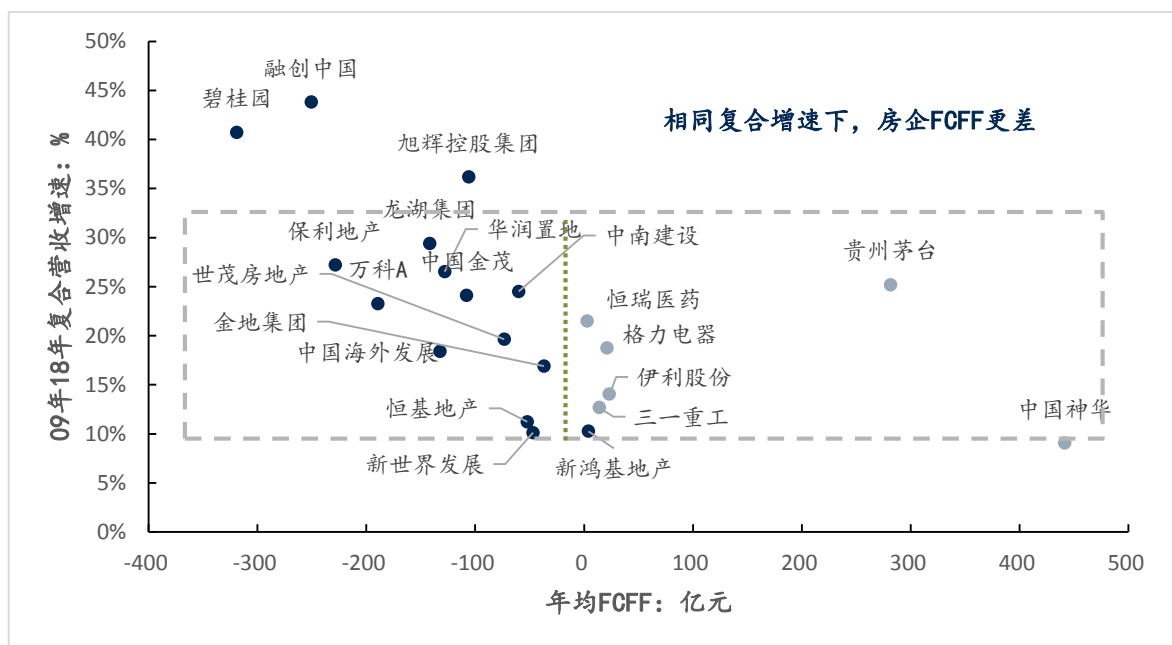
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：房企规模成长与 FCFF 存在天然矛盾（单位：亿元）



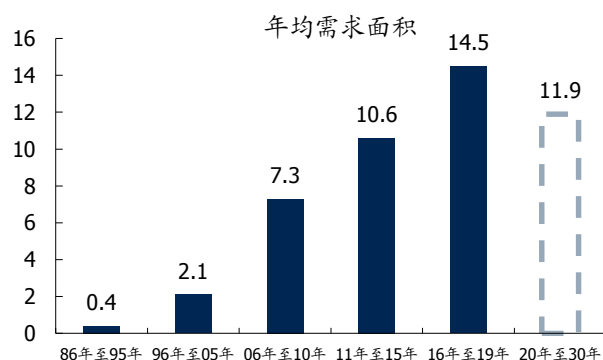
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：相同增速下，房企 FCFF 低于对标企业



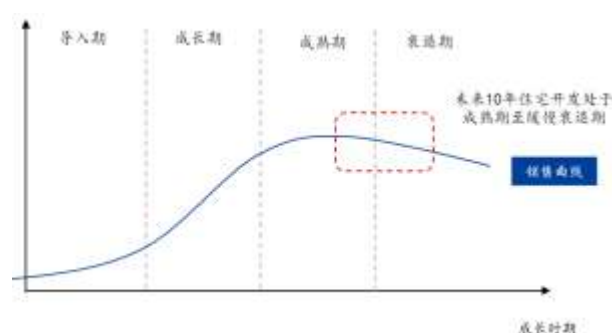
资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：未来 10 年年均需求小幅下降（单位：亿平方米）



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 5：房地产开发行业处于成熟期向衰退期的过渡阶段



资料来源：国信证券经济研究所整理

表 1：2020 年至 2030 年商品住宅需求测算

年份	出生率：‰	死亡率：‰	自然增长率：‰	总人口：亿	城镇化率：%	城镇人口：亿	人均商品住宅面积：平方米	商品住宅存量：亿平方米	商品住宅年折旧：亿平方米	98 前住宅年折旧：亿平方米
2018	10.9	7.1	3.8	14.0	59.2	8.3	25.0	207.2	4.1	3.4
2019	10.5	7.1	3.3	14.0	60.1	8.4	26.3	222.2	4.4	3.4
2020	10.3	7.2	3.1	14.1	61.0	8.6	26.7	229.1	4.6	3.4
2021	10.0	7.2	2.8	14.1	61.9	8.7	27.0	236.2	4.7	3.4
2022	9.8	7.2	2.6	14.2	62.8	8.9	27.3	243.2	4.9	3.4
2023	9.6	7.3	2.3	14.2	63.7	9.0	27.7	250.3	5.0	3.4
2024	9.3	7.3	2.0	14.2	64.6	9.2	28.0	257.5	5.2	3.4
2025	9.1	7.4	1.8	14.3	65.5	9.3	28.4	264.7	5.3	3.4
2026	8.9	7.4	1.5	14.3	66.4	9.5	28.7	272.0	5.4	3.4
2027	8.7	7.4	1.2	14.3	67.3	9.6	29.0	279.3	5.6	3.4
2028	8.4	7.5	1.0	14.3	68.2	9.8	29.4	286.6	5.7	3.4
2029	8.2	7.5	0.7	14.3	69.1	9.9	29.7	294.0	5.9	3.4
2030	8.0	7.5	0.4	14.3	70.0	10.0	30.0	300.7	6.0	3.4
2020-2030 需求合计	商品住宅存量增加+商品住宅累计折旧+98 前住宅累计折旧=174 亿平米（建筑面积），对应销售面积约 131 亿平方米。									

资料来源:wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所计算整理

高续约率下，物管商业模式类似“收租”

物管行业的高续约率及其解释

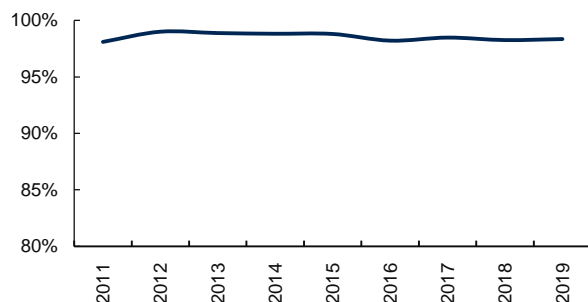
百强物管公司整体续约率维持在非常高的水平。根据中指院数据，百强物管公司在 2011 年至 2019 年间的平均续约率为 98.5%，且没有趋势性的变化。考虑到非住宅物业的续约率低于住宅物业，以及物管公司会主动放弃少量盈利较差的低价值项目，可以认为**百强物管公司的住宅项目续约率接近 100%**。

同时，我们看到，没有开发商背景的南都物业平均续约率为 97.2%，在管面积以第三方项目为主的绿城服务平均续约率为 97.1%，均十分接近百强平均续约率，因此我们认为，**物管项目的高续约率，是其天然属性，与是否具有开发商背景无关。**

物管项目的高续约率，短期内难以改变。由于住宅项目往往有多个业主，相互之间也并不熟识，而更换物管公司又需要达到“双过半”（人数过半+面积过半）。虽然具备理论上的可行性，但对个人而言，成本（时间、精力等）与收益并不对称。**正外部性无法合理内部化的背景下，必然搭便车者众，而“急公好义”者微，**我们认为这是住宅项目高续约率的重要原因。

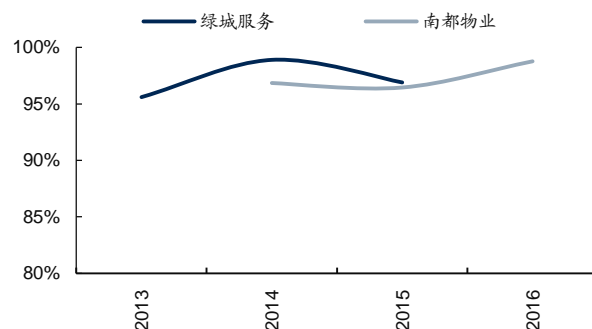
当然，我们认为这一现象并不健康，长期来看也一定会改变。但其改变需要诸如公民意识复苏、基层组织介入等条件，这些都不是本报告试图讨论的内容。而且我们认为，如果物管项目续约率下降，对于上市物管公司显然是偏利好的，基于高续约率更多地讨论的是上市物管一种“下限”。因此，**后续我们的讨论暂时仍以高续约率作为基础。**

图 6：百强房企续约率维持高位稳定



资料来源：中指院，国信证券经济研究所整理

图 7：绿城服务和南都物业项目续约率



资料来源：国信证券经济研究所整理

高续约率意味着表外隐含了一项“收租权”

为了更直观的分析高续约率对物管公司的影响，我们先分析单个项目的表现。

项目的高续约率，意味着物管公司只要正常履行合同义务（或者不过分不履行合同义务），就能够自然的拥有后续继续提供物管服务并获取收入的权利，无需追加任何的其他投入，自然也不面临房企的再投资风险。

也就是说，物管公司在很轻的资产负债表之外，还拥有一项权利，这项权利赋予物管公司向“租客”（物管公司服务的业主）定期“收租”的能力。对物管公司而言，单个项目创造的收入几乎不存在下降的可能。

表 2：高续约率下物业管理拥有类似“收租”的权利

	物业出租	物业管理
收租权	表内	表外
租金波动	随市场变化，存在一定波动	租金稳定
资产风险	随市场变化，存在一定波动	风险较低
NOI	租金-成本费用	租金-成本费用
NOI 变化趋势	随市场变化，存在一定波动	取决于租金和成本的变化

资料来源：国信证券经济研究所整理

注：此处物管公司的“租金”至基础物业服务收入和业主增值服务收入，不包括非业主增值服务收入。

物管公司“收租权”的价值

从上面的分析可以看出，高续约率赋予物管公司一项隐含的“收租权”，使物管公司不用付出额外的努力，即可通过提供服务来获取收益。这项权利由过去的事项形成（签订合同承接物业管理项目）、由企业拥有或控制、预期会给企业带来经济利益。——一定程度上已经接近了资产的定义。

那么这项资产的价值如何评估呢？我们认为有两种思路，第一种是考虑另外一家物管公司想获得同样的资产，即取代现存的物管公司需要付出多少代价，第二种是计算这项资产带来的超额利润或成本节约的现值。两种思路都很难给出满足会计入账要求的精确估计，因此这项资产预计在未来也很难进入资产负债表，但这并不意味着这项权利不存在。

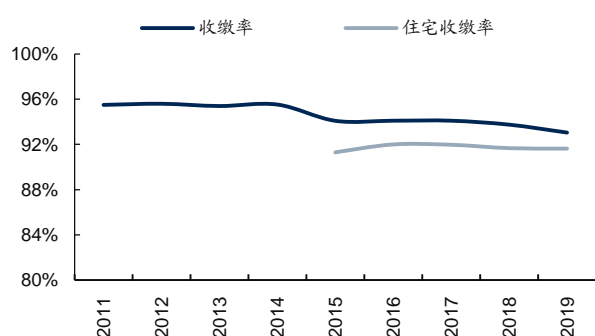
“类收租”模式奠定高估值基础，可对标消费和教育

站在商业模式的较低，我们认为，高续约率下，物业管理的商业模式具备天然的“类收租”属性，这一属性奠定了物管公司高估值的基础，其稳态下的估值水平可以参考消费和教育行业（未来几年内物管公司具备高度确定的业绩增速，

因此 2020 年预期 PE 并不直接可比)。

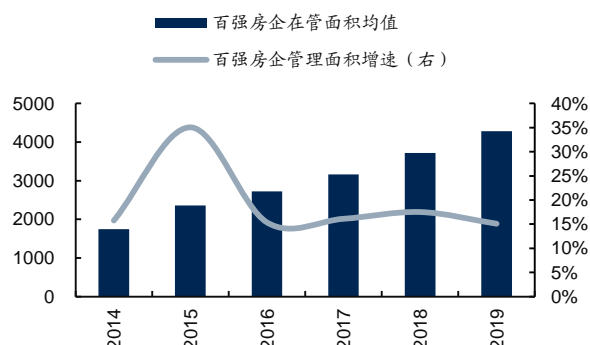
- ◆ **稳态下“坐地收租”可持续。**物管公司为维持稳态几乎不需要额外的投入，较高的物业费收缴率和极低的资本开支，使得公司具有良好的自由现金流。公司只要能够消化人力成本上升的影响，就能够实现“坐地收租”，即使不考虑物业费上涨，通过增值服务、标准化、科技提效等手段，我们认为这一目标不难实现。
- ◆ **“收租权”增长无需重资本投入。**物管公司获取“收租权”（物管合同）并不需要重资本投入，公司规模增长并不会导致自由现金流恶化。而且，中短期内，受益于新房开发仍然维持相当规模，对行业整体而言，这种“收租权”的增长几乎是自发的。
- ◆ **业绩稳定性高，风险溢价低。**物业费是物管公司收入的主要来源，由于其对经济波动的敏感性较低，物管公司具有较高的盈利稳定性。此外，即使不考虑存量拓展，开发行业增速也只是物管行业增速的“一阶导数”，而且随着物管在管存量逐渐增加，房企开发规模的变化会变得越来越不重要，周期性明显降低。这将降低公司的风险溢价，提升公司估值。

图 8：百强物管收缴率和住宅收缴率



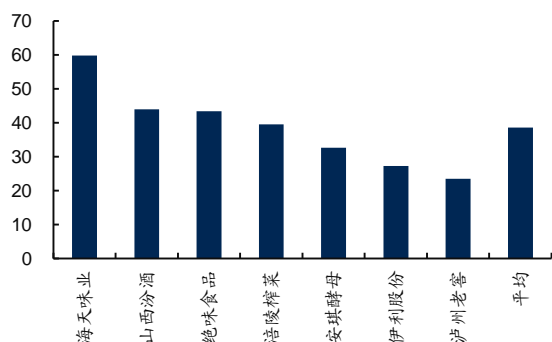
资料来源：中指院，国信证券经济研究所整理

图 9：百强物管在管面积均值及增速（单位：万平方米）



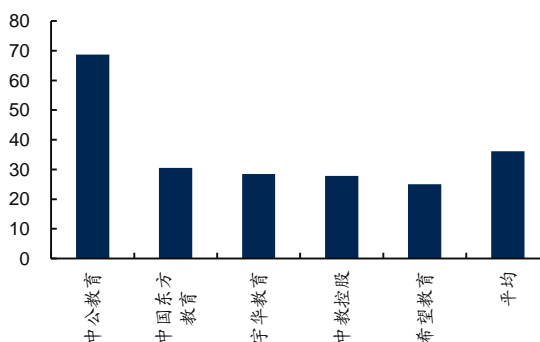
资料来源：中指院，国信证券经济研究所整理

图 10：食品饮料行业代表性公司估值（2020E）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

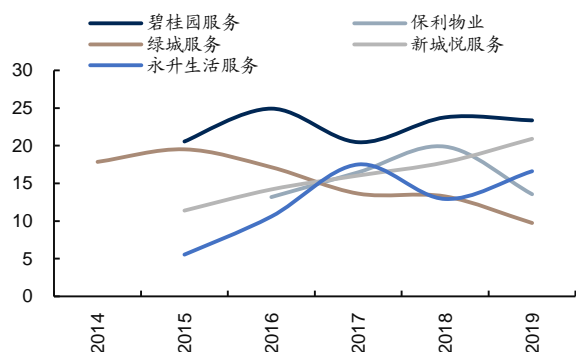
图 11：教育行业代表性公司估值（2020E）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

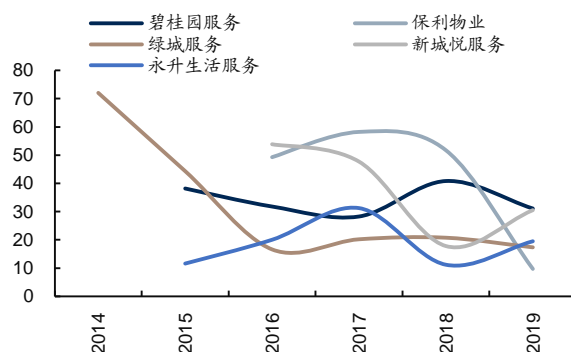
注：数据截止 2020 年 5 月 27 日。

图 12: 样本物管公司 ROA



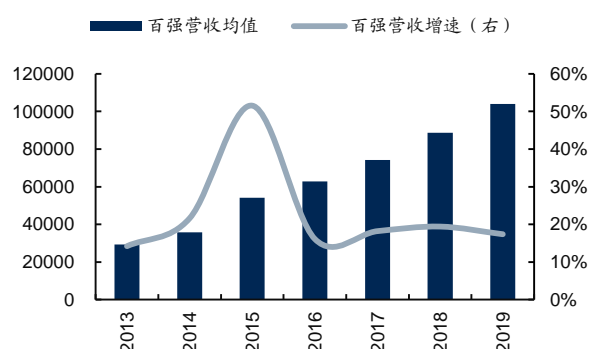
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 样本物管公司 ROE



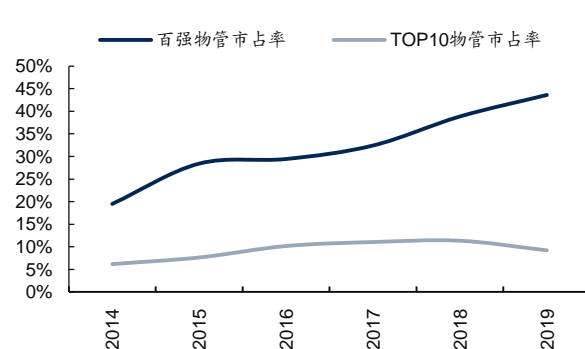
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 百强物管营收均值及增速 (单位: 万元)



资料来源: 中指院, 国信证券经济研究所整理

图 15: 百强物管与十强物管市占率



资料来源: 中指院, 国信证券经济研究所整理

一个以“收租权”为基础的分析框架

对增值服务的讨论

物管公司的增值服务分为两类: 非业主增值服务和业主增值服务。非业主增值服务主要包括案场协销、咨询服务等, 业主增值服务主要包括社区生活服务和公区管理等。从百强物管公司整体看, 增值服务在总收入中的平均比重为 77%, 其中, 非业主增值服务在增值服务收入中的占比约 55%, 业主增值服务占比约 45%。

不同上市公司之间差别较大, 收入方面, 非业主增值服务占比较高的有新城悦服务 (85%) 和雅生活服务 (79%), 占比较低的有永升生活服务 (40%) 和保利物业 (46%)。毛利方面, 非业主增值服务占比较高的有雅生活服务 (77%) 和碧桂园服务 (67%), 占比较低的有永升生活服务 (22%) 和保利物业 (29%)。

我们认为, 非业主增值服务和业主增值服务应该区别看待, 前者对应估值较低, 后者对应估值较高, 理由是:

- 业主增值服务的经营模式与基础物业服务接近, 同样是“收租权”的体现。不管是购物协助、拎包入住, 还是停车场等公区管理, 都需要嫁接于基础物业服务, 具备接近的客户黏性。
- 非业主增值服务可以看做房企为销售费用的一部分, 这决定了非业主增值服务不可能脱离地产周期, 本身并不具备永续性, 自然也不是“收租权”

的一部分。此外，非业主增值服务并无公开透明的定价方式，物管与房开巨大的估值差异之下，有可能存在关联开发商向物管公司转移利润。

因此，在后面的分析中，我们将业主增值服务与基础物业服务合并，作为核心业务进行讨论，而将非业主增值服务另作处理。

此外，需要说明的是，我们认为将业主增值服务作为独立业务其实并不合理，会计毛利率较高更多是因为成本归集方法不同。因为业主增值服务与基础物业服务至少在人力成本上是高度重合的，理论上应当按照收入比例对成本进行划分，但实际上这种划分可能是难以精确的。

表 3：增值服务分类及内容

服务分类	服务对象	服务内容
非业主增值服务	案场协销	开发商
	咨询服务	开发商
	其他	开发商
业主增值服务	社区生活服务	业主及住户
	社区资产管理	业主及住户
	其他	业主及住户

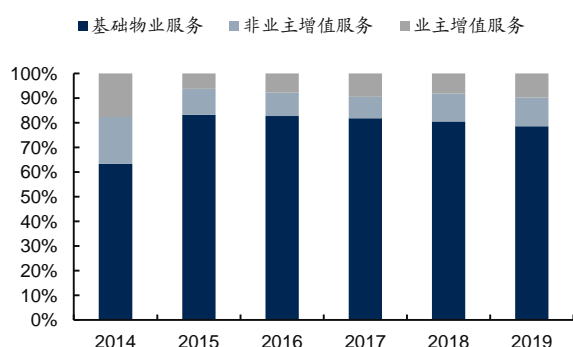
资料来源:国信证券经济研究所整理

表 4：部分物管公司开拓新业务情况

公司	开拓领域	内容
碧桂园服务	三供一业	承接央企“三供一业”业务，供热收费面积 4080 万平方米。
	高速公路服务区	承接辽宁省高速公路服务区项目，整合凤凰会等优质资源。
	机场	中标北京大兴国际机场南航基地物业管理项目。
保利物业	乡镇公共服务	接管辽宁省孤山镇沟渠改造绿化、垃圾中转站建设等服务。
	军产物业管理	进军军产物管领域。
雅生活服务	国企“混改”	与兰州兰石集团成立甘肃省首家混合所有者物业企业。
永升生活服务	老旧小区改造	进军城市更新、老旧小区改造业务。

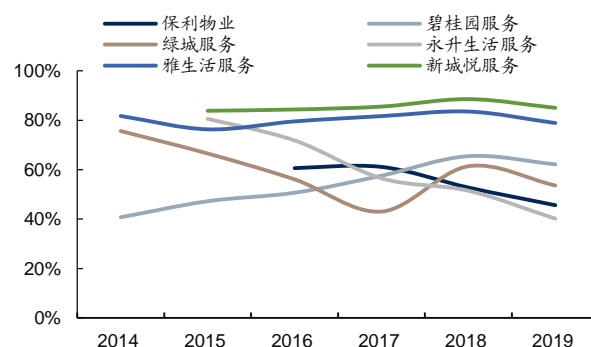
资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

图 16：百强物管三类业务收入占比



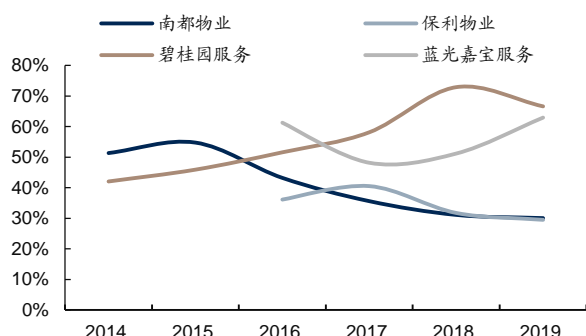
资料来源：中指院，国信证券经济研究所整理

图 17：上市物管公司非业主增值服务收入/增值服务收入



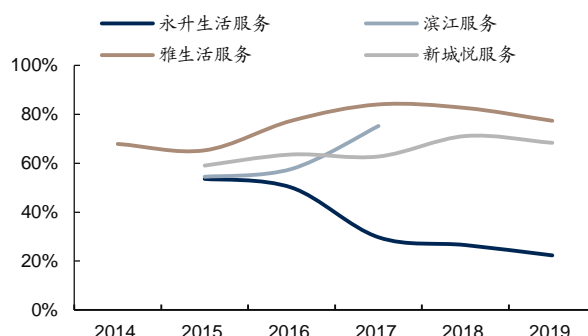
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 18: 上市物管公司非业主增值服务毛利/增值服务毛利



资料来源: 中指院, 国信证券经济研究所整理

图 19: 物管公司非业主增值服务毛利/增值服务毛利 (2)



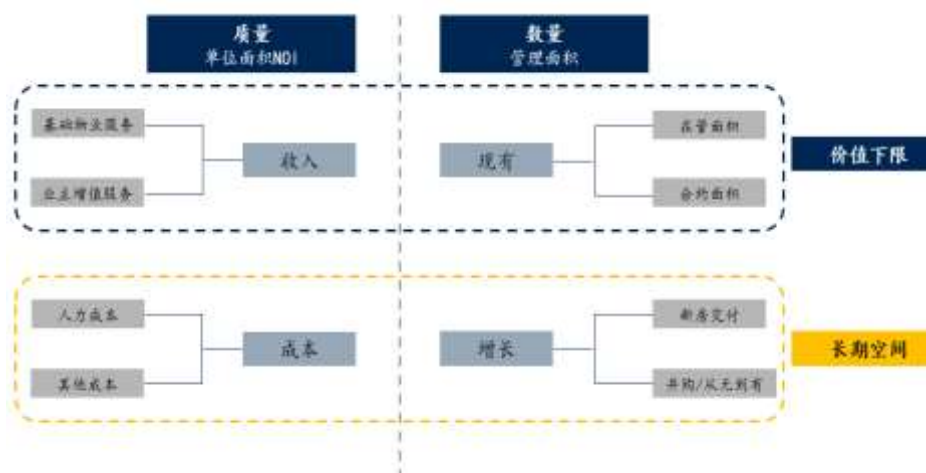
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

以“收租权”为基础的分析框架

延续上述逻辑, 我们建立一个以“收租权”为基础的物管公司分析框架, 而“收租权”的具体体现就是物管公司的管理面积, 可以理解为物管公司持有的“虚拟不动产”。我们认为, 在管面积的质量和数量是物管公司价值的核心来源:

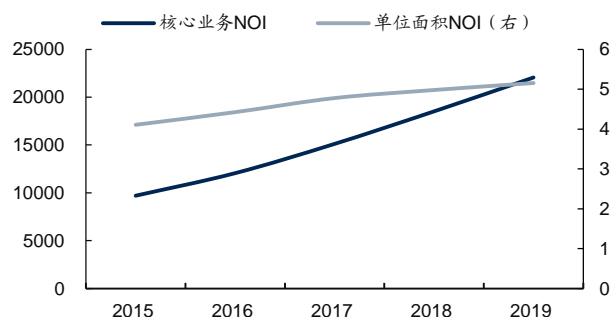
- ◆ **质量:** 直接体现为单位在管面积产生的 NOI (约等于单位面积毛利), 包括基础物管服务和业主增值服务两部分。在管面积的质量一方面由在管面积本身决定 (主要是初始物业费), 另一方面也取决于物管公司的品牌、服务和成本控制能力;
- ◆ **数量:** 对行业而言, 数量主要来自新房交付和存量无物业项目, 对公司而言, 行业内并购也是重要来源 (并购的影响和意义我们会专门讨论)。从开拓难度和质量看, 新房交付优先级最高, 但总量受到地产行业长逻辑制约; 存量无物业项目空间更大, 但需要较长的时间兑现。

图 20: 以管理面积质量和数量为切入点的分析框架



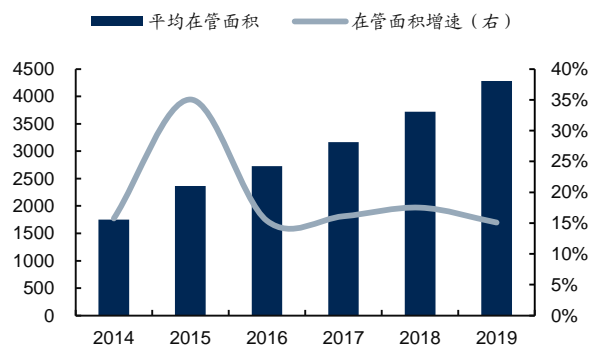
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 21: 百强物管平均核心业务 NOI 与单位面积 NOI (单位: 万元, 元/年)



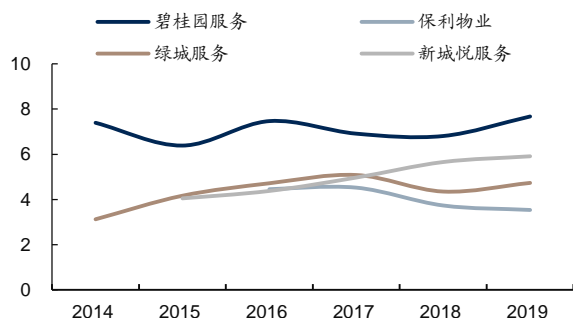
资料来源: 中指院, 国信证券经济研究所整理

图 22: 百强物管在管面积及增速 (单位: 万平方米)



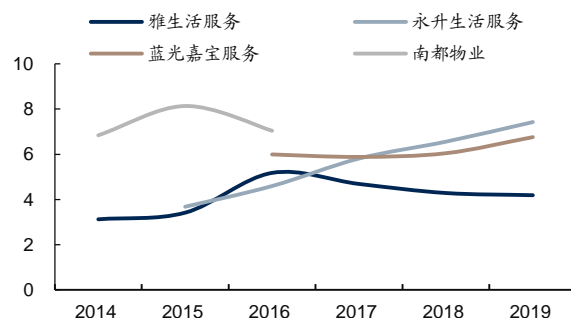
资料来源: 中指院, 国信证券经济研究所整理

图 23: 上市物管公司单位面积 NOI (单位: 元/年)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

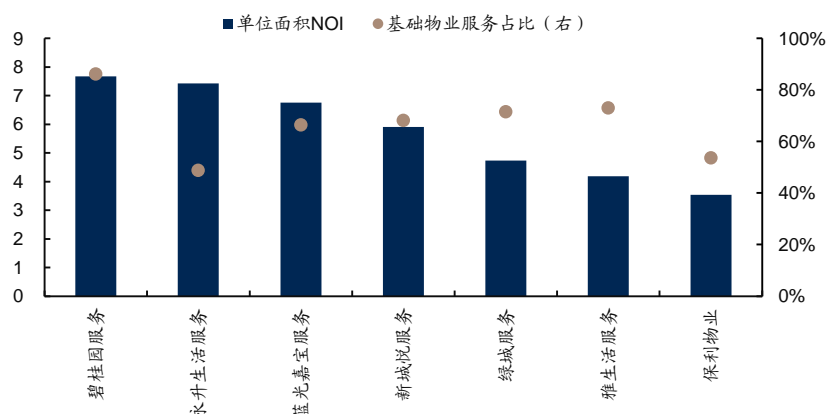
图 24: 上市物管公司单位面积 NOI (2) (单位: 元/年)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

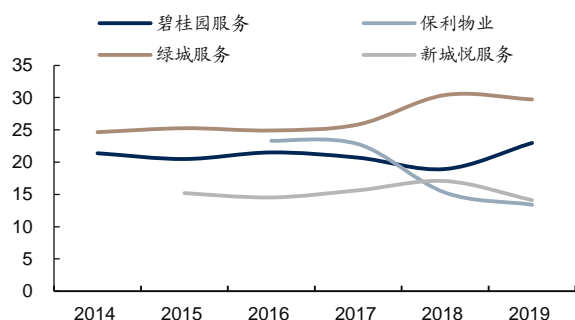
注: 由于物管公司资产较轻, 资产折旧、公允价值变动等可以忽略, 则 NOI 约等于毛利, 下同。

图 25: 上市物管公司单位面积 NOI 与基础物业服务占比 (单位: 元/年)



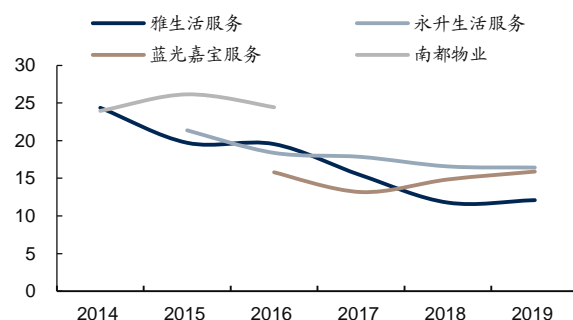
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 26: 上市物管公司单位在管面积基础服务收入 (单位: 元/年)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 27: 上市物管公司单位在管面积基础服务收入 (2) (单位: 元/年)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

“收租”的期限

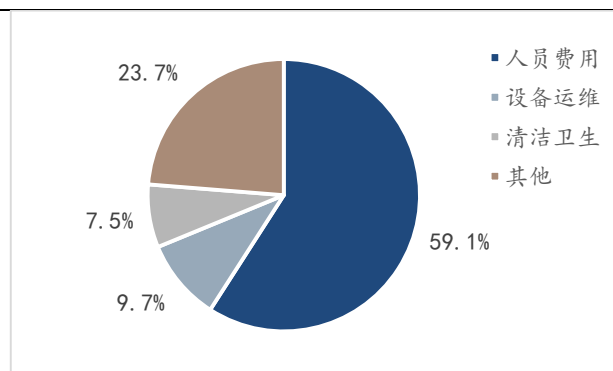
虽然物业管理项目短期内难以改变的高续约率, 使得物管公司很难被动失去在管项目, 但项目盈利能力的持续下降可能使物管公司主动放弃一些在管项目。2019 年百强物管公司人力成本在成本中的比重已经接近 60%, 而工资水平的持续上涨是大概率事件, 物业公司利润空间可能会持续受到压制, 放弃在管项目的做法可能会持续增多。

在一个简化的悲观情形下, 在管项目物业费很难上涨, 增值服务收入的增长也面临不确定性, 而科技投入、专业分包等措施短期内并不能有效抵消人力成本的上涨, 在管楼盘的 NOI 将随时间逐渐下降, 直至归零。

这样的模型在一定程度上是符合实际情况的。以保利物业为例, 2019 年公司自有住宅项目中, 前期阶段的物业费为 2.24 元/平方米/月, 而业主委员会阶段的物业费为 1.9 元/平方米/月。由于业委会阶段的项目很大程度上能够代表早期项目在当前的物业费水平, 可以看到, 早期项目物业费比新交付项目 (前期物业合同阶段) 的物业费低 15%。考虑到不同时期项目的成本并不会有很大的差别, 可以认为前期项目的盈利水平是低于新交付项目的。

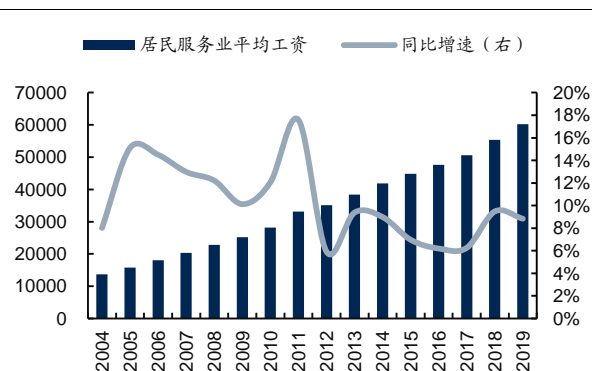
“收租”期限约为 8 年左右。以基础物管和业主增值服务作为核心业务, 平均毛利率 (基本等于 NOI 率) 约为 25%, 人力成本收入的 45%, 其他成本占 30%。假设人力成本每年上升 6%, 其他成本维持不变, 可以计算出有效的“收租”期限为 7.9 年左右。(敏感性分析见下文表格。)

图 28: 2019 年百强物管公司成本构成



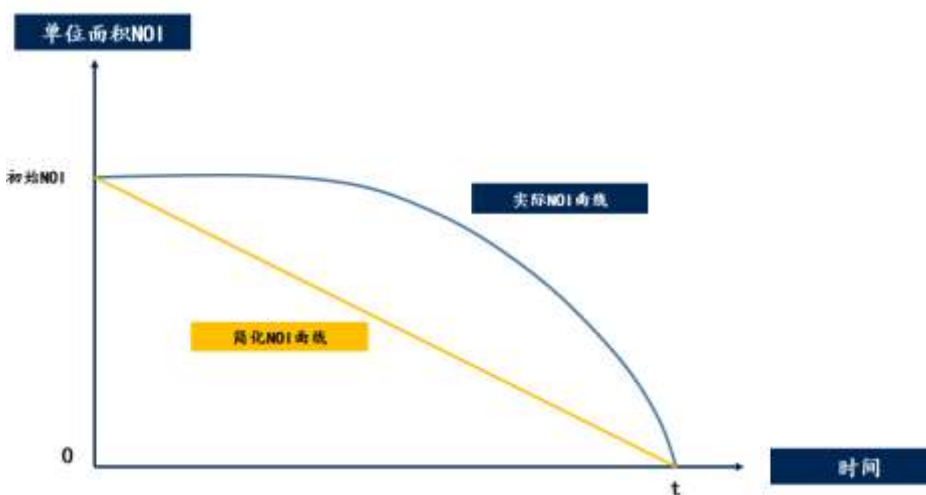
资料来源: 中指院, 国信证券经济研究所整理

图 29: 居民服务业平均工资持续上涨 (单位: 元/年)



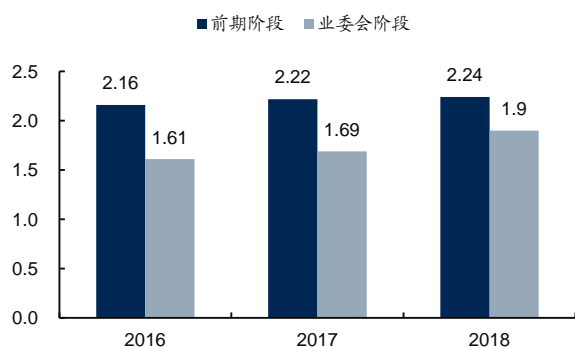
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 30: 悲观情形下的单位面积 NOI 曲线



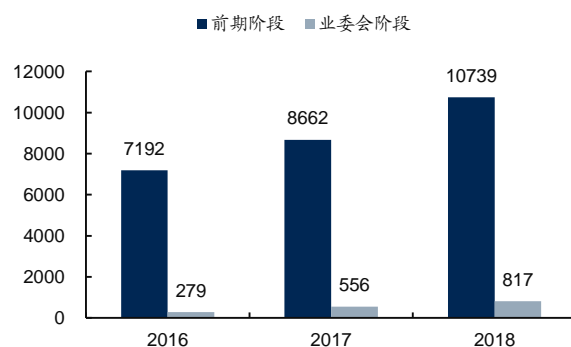
资料来源:国信证券经济研究所整理

图 31: 保利物业自有项目前期和后期物业费（单位：元/平方米/月）



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 32: 保利物业住宅项目在管面积划分（单位：万平方米）



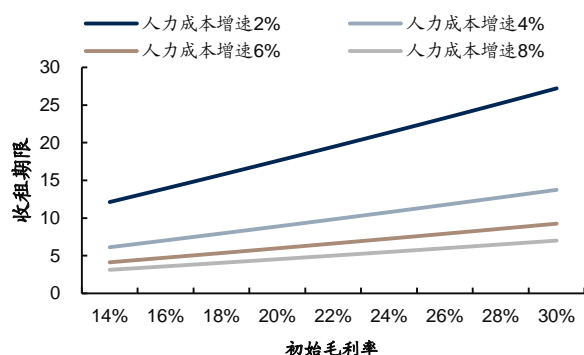
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 5: 悲观情形下的“收租”期限（单位：年）

初始毛利率 工资 上涨速度	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%	28%	30%
1%	24.1	27.7	31.3	35.0	38.7	42.5	46.3	50.2	54.2
2%	12.1	13.9	15.7	17.6	19.5	21.4	23.3	25.2	27.2
3%	8.1	9.3	10.5	11.8	13.0	14.3	15.6	16.9	18.2
4%	6.1	7.0	7.9	8.9	9.8	10.8	11.8	12.7	13.7
5%	4.9	5.7	6.4	7.1	7.9	8.7	9.4	10.2	11.0
6%	4.1	4.7	5.4	6.0	6.6	7.3	7.9	8.6	9.3
7%	3.5	4.1	4.6	5.1	5.7	6.2	6.8	7.4	8.0
8%	3.1	3.6	4.1	4.5	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0

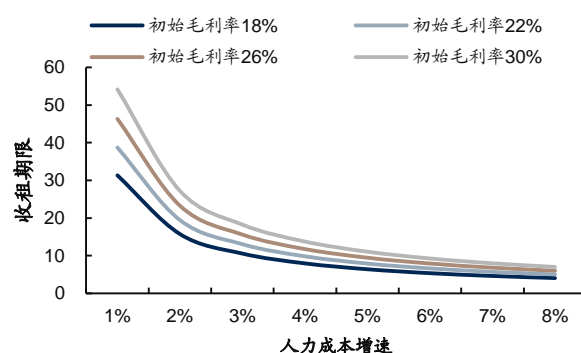
资料来源:国信证券经济研究所测算

图 33: 不同初始毛利率下的“收租”期限 (单位: 年)



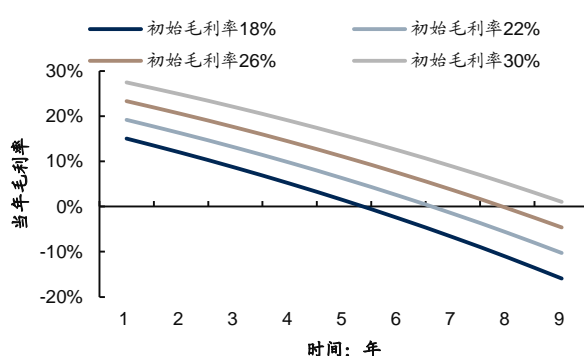
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 34: 不同人力成本增速下的“收租”期限 (单位: 年)



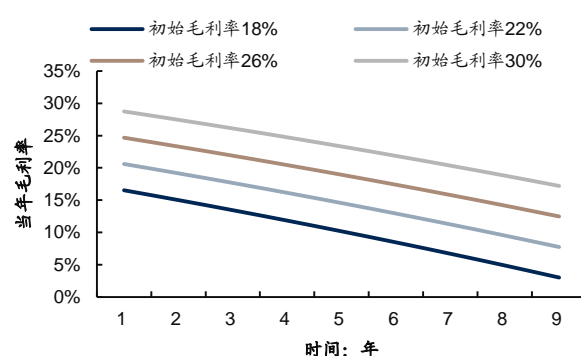
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 35: 不同初始毛利率下的毛利率表现 (工资增速 6%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 36: 不同人力成本增速下的“收租”期限 (单位: 年)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

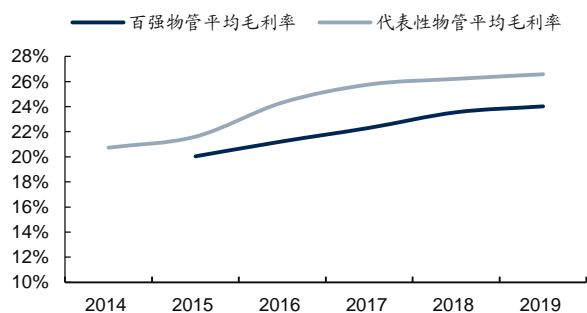
近年物管盈利能力稳中有升的关键原因: 新盘持续交付

上述单位面积 NOI 模型 (物业费不变下表现为 NOI 率, 约等于毛利率) 似乎与实际情况不符, 因为不管是行业整体还是代表性的物管公司, 过去几年的毛利率都是在不断上升的。百强物管平均毛利率由 2015 年的 20% 稳步上升至 2019 年的 24%, 8 家代表性上市物管公司核心业务 (基础物管+业主增值) 毛利率由 2015 年的 22% 稳步上升至 2019 年的 27%。

我们认为, 物管公司核心业务毛利率 (不含非业主增值) 逆势上行的主要原因在于新盘的持续交付, 业主增值服务的深化也起了一定作用。2015 年至 2019 年, 全国住宅竣工面积共计 35.7 亿平方米, 保守估计物业覆盖率 50% (实际应该远远高于 50%), 按照百强物管 35% 左右的平均市场份额, 粗略估计百强物管新增在管面积为 6.25 亿平方米, 占 2019 年末百强物管总在管面积的 14.6%。而新增楼盘的物业费水平相对更高, 盈利能力更强, “新鲜血液”的持续输入, 使得物管公司核心毛利率在人力成本上升的前提下仍能稳中有升。

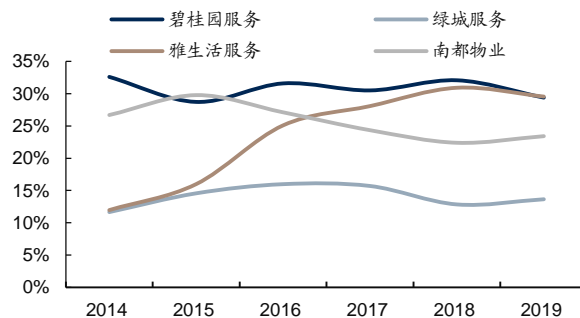
除此之外, 在物业费“锁死”的情况下, 物管公司积极开拓业主增值服务, 变向提升单位在管面积的“收租”能力。百强物管公司业主增值服务收入在核心收入中的占比由 2015 年的 7% 提升到 2019 年的 11% (由于可能的成本归集方式差异, 分析毛利占比的变化可能并不合适), 8 家上市物管公司业主增值服务收入在核心收入中的占比由 2015 年的 7.9% 上升至 2019 年的 18.5%。

图 37: 物管行业 2014 年至今毛利率逐渐上升



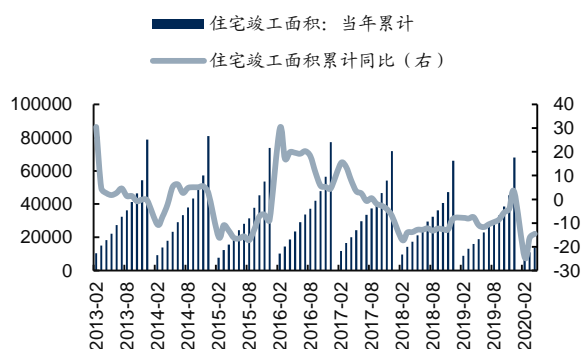
资料来源: 中指院, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 38: 部分上市物管公司核心业务毛利率



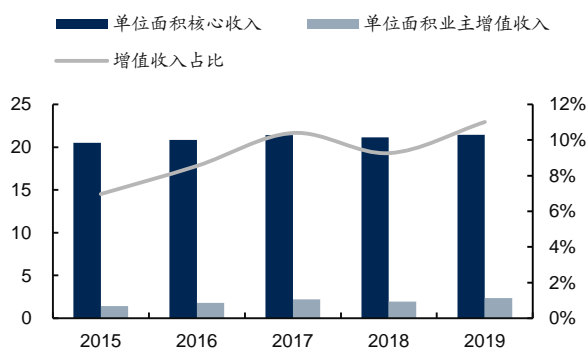
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 39: 住宅竣工面积及增速 (单位: 万平方米, %)



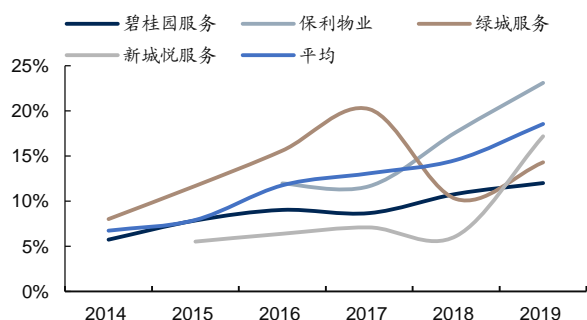
资料来源: 中指院, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 40: 百强物管核心收入构成 (单位: 元/平方米/元)



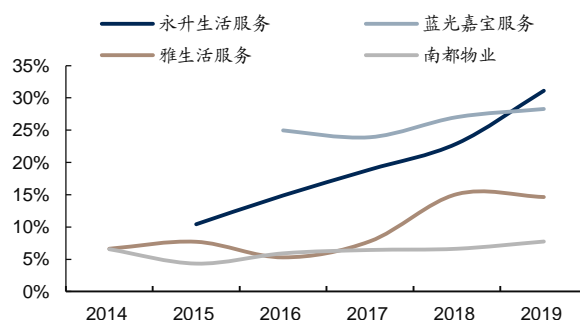
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 41: 上市物管公司业主增值收入/核心业务收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 42: 上市物管公司业主增值收入/核心业务收入 (2)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

高度确定的潜在业绩, 匹配较高的静态估值

价值下限的对应情形

本部分中, 我们基于相对狭窄的范围、相对短期的视角和相对悲观的假设, 聚焦于物管公司价值下限的讨论, 我们会在后续报告中讨论更多情形:

- ◆ **相对狭窄的范围：**物管公司在管面积增量仅来自于新房交付，不考虑收并购和存量拓展；
- ◆ **相对短期的视角：**将讨论的时间范畴限定在未来 3 到 5 年，我们认为在这样的时间范畴内，行业不会发生本质变化；
- ◆ **相对悲观的假设：**对于存量，假设单位在管面积核心业务收入不提升（包括基础物业服务 and 业主增值服务）；对于增量，假设初始盈利能力较强，但后续物业费“锁死”；对于成本，假设人力成本持续上升（每年+6%），而其他成本保持不变，不考虑科技投入等降本措施。

在上述条件下，存量项目的单盘 NOI 会持续下降，我们认为这种情况对应物管公司短期价值的下限——物管公司需要不断承接盈利较高的增量项目（但暂不需要退出存量项目），通过在管面积的持续更新，实现整体盈利能力的稳定。

短期确定性：在管数量与质量的双重提升，划定未来业绩下限

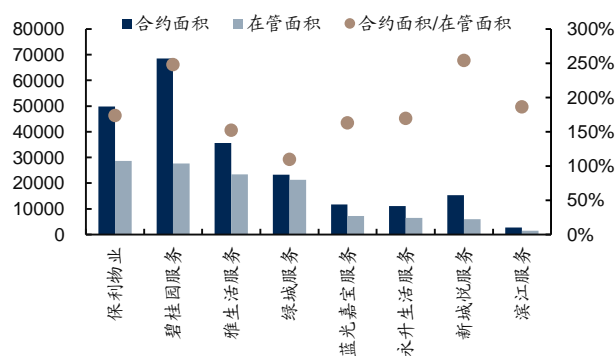
物管公司短期内最大的确定性是未交付合约面积向在管面积的转化。未交付合约面积是物管公司已签订物业管理合同，但尚未交付管理的物业面积，物管公司对此尚无权收取物业管理费。

随着未交付面积的逐渐交付（按照一般房地产开发流程，预计绝大多数会在 3 年之内交付），加上短期内毛利率并不会下降到使物管公司放弃在管面积的程度，当前的合约管理面积可以认为是 3 年后在管面积的下限。这将带来在管面积数量和质量两方面的影响。

数量：在管面积增长 80%以上

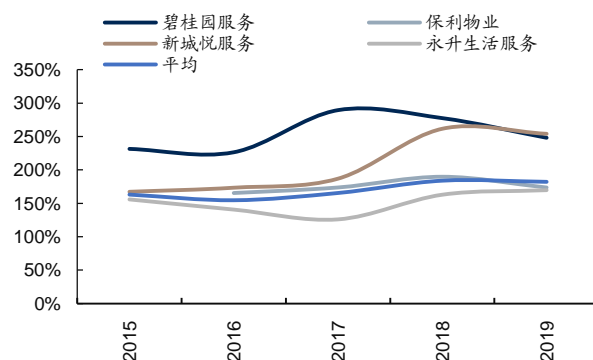
从上市物管公司看，8 家上市物管公司合约面积共计 21.8 亿平方米，在管面积 12.2 亿平方米，合约面积对在管面积的覆盖率达到 180%，最高的新城悦服务达到 254%。未来 2 到 3 年内，未交付合约面积将确定性的转化为在管面积，对应样本物管公司在管面积增长 80%以上。考虑到物管公司会继续承接新项目，而在管面积被动流失几乎是不存在的，上述增长显然是非常保守的。

图 43：样本物管公司 2019 年末合约面积与在管面积（单位：万平方米）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 44：样本物管公司合约面积/在管面积



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

质量：新盘注入支撑盈利能力，短期内将稳中有升

受人力成本上升影响，存量项目单位面积 NOI 面临趋势性的下行，而新盘在定价时综合考虑了当时的工资水平和物价水平等，其初始 NOI 是相对较高的。新盘持续注入“在管面积池”，将对冲掉存量项目盈利能力下降的影响，保持在管

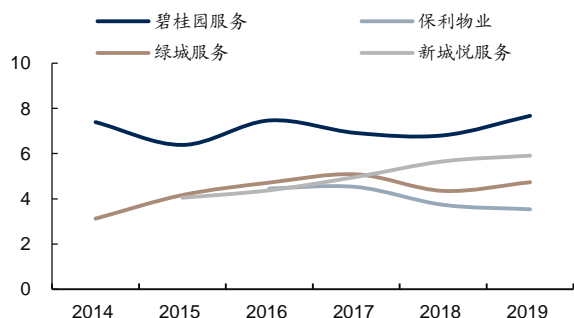
面积整体盈利能力不变甚至有所上升。这一趋势在短期内仍将延续，未来 3 年内新增在管面积（不含收并购项目）的盈利能力，至少将保持稳定。

仍以 8 家上市物管公司为例，其平均单位面积 NOI 不仅没有随人力成本上升而下滑，反而由 2014 年的 4.5 元/年上升至 2019 年的 5.7 元/年。除保利物业、雅生活服务两家公司，由于并购了较多盈利能力较低的存量物业，导致单位面积 NOI 有所下降外，其他公司均保持稳定或有所上升。

需要说明的是，我们认为当前物管公司盈利水平的核心驱动因素是新盘注入，而非业主增值服务的“深化”（非业主增值服务的影响已经剔除）。理由有二：

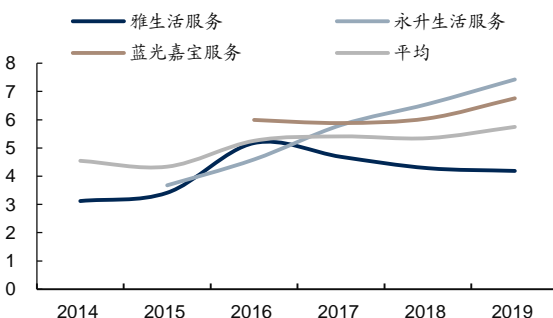
- ◆ 一是从逻辑上，新盘与存量盘，物管公司提供的增值服务并无本质差异，而且增值服务本身也非常依赖基础服务人员的“余力”，短期内物管公司仍然是物管公司，而不是服务平台，这也是我们将基础服务与业主增值服务合并分析的主要原因；
- ◆ 二是从数据上，可以看到，物管公司单位面积 NOI，与单位面积基础服务 NOI 的相关性明显更高，而与单位面积增值服务 NOI 的相关性则比较低。

图 45：上市物管公司单位面积 NOI（单位：元/年）



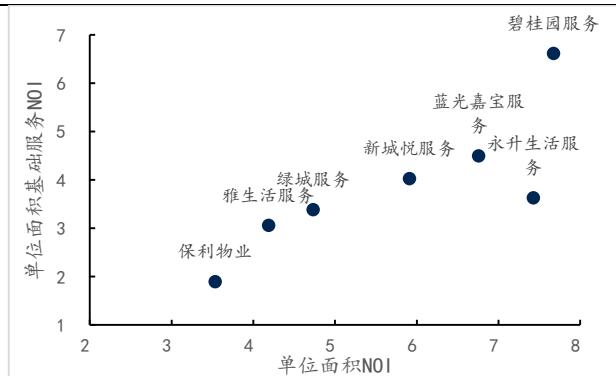
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 46：上市物管公司单位面积 NOI（2）（单位：元/年）



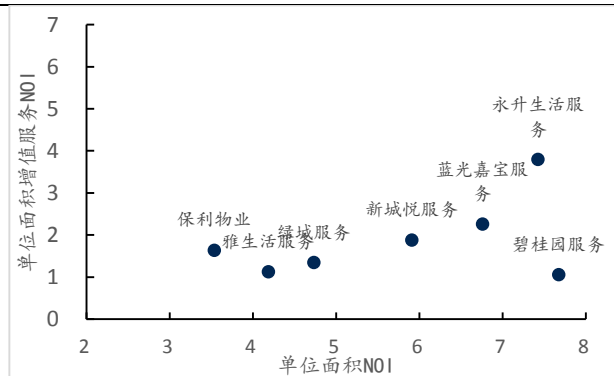
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 47：单位面积 NOI 与单位面积基础服务 NOI 相关性较强（单位：元/年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 48：单位面积 NOI 与单位面积增值服务 NOI 相关性较弱（单位：元/年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

确定的高成长性，匹配静态高估值

在管项目的高续约率、未交付合约面积向在管面积的确定转化、新盘持续交付对存量面积盈利能力下降的对冲，三大因素共同造就物管公司短期几乎确定的高成长性。我们认为这是当前物管公司静态 PE 和 2020 预期 PE 较高的核心原因。我们下面分保守和中性两种情形，分别计算未来 2 到 3 年内物管公司将达到的“产能”水平和对应的 PE 水平。

在以下保守的假设下，可以计算出当前物管公司的潜在业绩下限，未来 2 到 3 年内物管公司的业绩增长低于该下限的可能性几乎为 0，并据此计算当前股价对应的潜在估值上限，即未来 2 到 3 年内，当前股价对应的动态估值不会高于计算结果：

- ◆ 在管面积的来源仅考虑 2019 年末未交付合约面积，不考虑未来新增合约面积（包括来自关联开发商和第三方）和收并购面积；
- ◆ 非业主增值服务毛利增幅仅为在管面积增幅的一半；
- ◆ 不考虑单位面积 NOI（毛利）的提升，即短期内忽略物管公司降本增效等措施的作用。

表 6：保守假设下样本物管公司潜在 PE 上限测算

公司	2019 核心业务毛利：万元	2019 非业主增值服务毛利：万元	2019 合约/在管	潜在核心毛利下限：万元	预期非业主增值服务毛利：万元	潜在毛利下限：万元	潜在毛利/2019 毛利	2019 年静态 PE	潜在 PE 上限
碧桂园服务	211847	58297	248%	525589	101465	627055	232%	54	23
保利物业	101418	19654	174%	176053	26886	202939	168%	88	53
绿城服务	100493	40896	110%	110335	42898	153233	108%	57	53
新城悦服务	35553	24435	254%	90304	43250	133554	223%	50	23
雅生活服务	97967	90319	170%	166225	121784	288009	153%	40	26
永升生活服务	48386	7110	152%	73666	8967	82633	149%	75	50
蓝光嘉宝服务	48471	27552	163%	79027	36236	115264	152%	17	11

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

注：隐含假设为 1.单位面积核心 NOI（毛利）保持不变；2.毛利变化趋势与净利变化趋势相同。

在以下相对中性的假设下，可以计算出当前物管公司的潜在业绩，未来 2 到 3 年内物管公司的业绩增长低于该下限的可能性比较小，并据此计算当前股价对应的潜在估值，即未来 2 到 3 年内，当前股价对应的动态估值大概率不会高于计算结果：

- ◆ 在管面积的来源包括 2019 年末未交付合约面积，和新增未交付合约面积的 50%，新增未交付合约面积按照过去三年平均值估算；
- ◆ 非业主增值服务毛利增幅与管面积增幅保持一致；
- ◆ 单位面积核心 NOI（毛利）增长 10%，单位面积核心 NOI 增长的来源包括单位面积成本降低、业主增值服务深化和新增项目物业费水平提升。

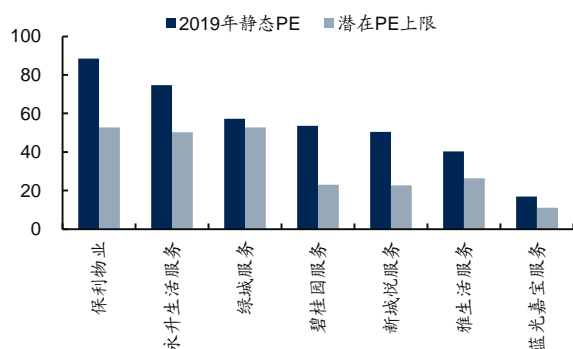
表 7：中性假设下样本物管公司潜在 PE 测算

公司	2019 核心业务毛利：万元	2019 非业主增值服务毛利：万元	2019 在管面积：万平方米	2019 合约/在管	2017 至 2019 年均新增合约面积：万平方米	潜在核心毛利下限：万元	预期非业主增值服务毛利：万元	潜在毛利下限：万元	潜在毛利/2019 毛利	2019 年静态 PE	潜在 PE
碧桂园服务	211847	58297	27610	248%	9797	619492	144634	764126	283%	54	19
保利物业	101418	19654	28695	174%	5254	203871	34118	237989	197%	88	45

绿城服务	100493	40896	21240	110%	220	121941	44901	166841	118%	57	48
新城悦服务	35553	24435	6015	254%	2415	107185	62064	169250	282%	50	18
雅生活服务	97967	90319	23399	170%	3297	190440	153248	343688	183%	40	22
永升生活服务	48386	7110	6516	152%	1296	86325	10825	97150	175%	75	43
蓝光嘉宝服务	48471	27552	7172	163%	1324	91852	44921	136772	180%	17	9

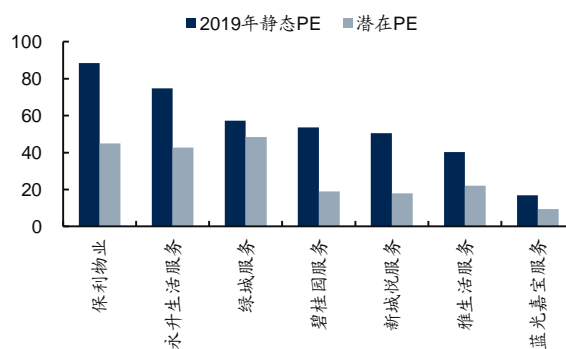
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

图 49：保守假设下样本物管公司潜在估值下限



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 50：中性假设下样本物管公司潜在估值



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

本篇报告作为我们物业行业系列报告的首篇，主要试图探讨物管行业（特别是住宅物管行业）商业模式的本质和短期内物管公司可兑现的“潜在业绩下限”。主要结论有：

- ◆ 物管项目高续约率几乎是天然的，在此基础上，物管行业类似于“收租”模式。高续约率意味着物管公司表外隐含了一项“收租权”；
- ◆ “类收租”模式、较高的物业费收缴率和极低的资本开支，使得公司具有良好的自由现金流，且不需承担再投资风险，加之其对经济波动的敏感性较低，奠定了物管公司高估值的基础。稳态下的物管公司估值水平可以参考消费和教育行业；
- ◆ 短期内物管公司将享受在管数量和质的双重提升，这将划定物管公司短期内的潜在业绩下限，保守和中性假设下样本物管公司业绩增长率均值为69%和102%，确定性的高增长匹配当前较高的静态估值。

我们认为，当前物管公司较高的估值水平由三方面导致，一是高续约率下物管的商业模式类似“坐地收租”，本质上锚定了较高估值水平，二是中短期高度确定的业绩增长，充分拉低动态PE，三是长期丰富的想象空间，核心是单盘NOI提升，对应地产存量。综合来看，我们认为当前主流物管公司整体估值水平合理。建议关注碧桂园服务、新城悦服务、保利物业、永升生活服务、雅生活服务和蓝光嘉宝服务。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032