

复盘五年发展历程，展望五大发展趋势

——物业服务行业 2020 年下半年投资策略

行业中期报告

◆物管板块复盘：四大发展阶段，疫情后价值深度挖掘

根据上市进度及股价表现，结合行业节点事件，我们将行业发展分为4个阶段：1) 第一阶段：价值潜伏期（2014.7-2017.5）；2) 第二阶段：价值逐步发现（2017.5-2018.10）；3) 第三阶段：价值受到市场高度关注（2018.10-2020.3）；4) 第四阶段：疫情后价值充分挖掘（2020.3-至今）。

◆物管行业发展五大边际趋势

1) **疫情防控常态化，短期职能长期化。**我国目前已进入疫情常态化防控阶段。居民和政府对于物业的需求增加固化，企业部分短期防疫职能长期化；2) **加大对社区消费场景的挖掘和建设。**近年来行业不断扩大社区消费型业务覆盖面和种类，单位效能快速提升。随着“私域流量”概念兴起，物业管家在一定程度上成为 KOC。物业管家带货具备渠道和成本优势。

3) **科技赋能提升管理效率。**疫情防控中，物业企业的科技应用得到了充分发挥。当前行业信息化提升主要包括两个方面：增值服务平台建设和内部管理信息化提升。对“中台”科技的持续投资，展现了企业的战略定力。

4) **切入城市服务，提升行业发展空间。**随着市场化推进，政府部门开始解决多条线管理所产生的摩擦成本，物业城市服务崛起。“后疫情时期”，物业企业加速布局城市服务。

5) **行业集中度加速提升，并购整合加剧。**疫情对于多数中小企业（包括物业企业和房地产企业）来说是一次严峻考验。年初至今，已有多家物业上市公司进行市场融资，预计下半年将会看到较多的并购案例落地。

◆投资建议

关注五条主线：1) 各方面指标优异的龙头个股，推荐碧桂园服务、雅生活服务；2) 二线规模梯队的高成长弹性标的，推荐新城悦服务、永升生活服务；3) 增值服务壁垒深厚的品质服务商，推荐绿城服务；4) 资源和赛道较好，运营效率有望进一步提升的物管央企，推荐招商积余、中海物业、保利物业；5) 扩张积极、估值较低“五条小龙”：推荐时代邻里，关注建业新生活、佳兆业美好、宝龙商业、奥园健康。

◆**风险分析：**人工成本上行风险；增值服务拓展的不确定风险；对于关联房企过于依赖的风险；外包占比提升下的质量控制风险。

证券代码	公司名称	股价(港元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
6049.HK	保利物业	81.45	0.92	1.46	2.00	80	50	37	买入
001914.SZ	招商积余	31.56	0.27	0.56	0.84	114	55	37	买入
2669.HK	中海物业	7.99	0.16	0.21	0.27	49	37	30	买入
2869.HK	绿城服务	9.85	0.17	0.22	0.29	60	44	34	买入
6098.HK	碧桂园服务	35.30	0.62	0.79	1.14	52	40	28	买入
3319.HK	雅生活服务	40.55	0.92	1.28	1.65	40	29	22	买入
1995.HK	永升生活服务	11.26	0.15	0.25	0.38	70	41	27	买入
1755.HK	新城悦服务	20.00	0.34	0.51	0.73	52	35	25	买入
9928.HK	时代邻里	9.64	0.11	0.25	0.42	82	35	21	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间：2020.6.11；1 港元=0.9 元人民币；招商积余股价单位为元人民币

增持（维持）

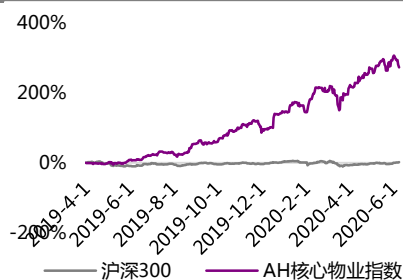
分析师

何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)
021-52523801
hemiannan@ebcn.com

联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

服务提费利润限制突破在即，资本助力物业龙头优势尽显——物业服务行业系列报告（1）

..... 2019-05-07

三大维度 12 量化指标，光大物业选股框架模型——物业服务行业 2020 年投资策略

..... 2019-12-01

投资聚焦

研究背景

1) 物管行业拆分上市潮仍在延续。截止 2020 年 5 月底已有 27 家物业企业在 A/H 股上市, 7 家已提交招股书而处于上市进程, 多家地产企业宣布拆分物业上市; 2) 疫情带动了行业估值快速提升。行业加权 PE(TTM)由年初的 35 倍左右提升至 5 月的 50 倍左右; 3) 疫情带来了新的市场机遇。“后疫情时期”, 城市服务市场空间有望进一步释放; 由于中小房地产/物业企业在资金/管理方面的劣势, 行业集中度有望加速提升。

我们的创新之处

1) 行业深度复盘。作为一个“老行业”, 我国的物业管理行业起自 1980 年代, 早已与生活息息相关; 作为一个“新行业”, 2014 年出现第一家上市公司, 2017 年开始板块价值逐步体现; 我们深度复盘行业资本市场发展脉络, 展现行业在节点性事件下的表现。

2) 行业发展的边际趋势。在社区消费场景建设方面, 挖掘物业管家“一岗多能”趋势带来的渠道优势与场景优势; 在科技赋能方面, 区分“前台”科技与“中台”科技, 以及由此展现的企业战略定力; 在城市服务方面, 我们连续跟踪疫情后的城市服务风口, 并分析疫情期间的临时管理如何固化为城市服务项目。

3) 行业迎来“并购窗口期”。疫情对于多数中小企业(包括物业企业和房地产企业)来说是一次严峻考验, 通过分析并购机会出现的几种可能途径, 展现行业集中度提升的新机遇。

投资观点

建议关注五条主线: 1) 各方面指标优异的龙头个股, 推荐碧桂园服务、雅生活服务; 2) 二线规模梯队的高成长弹性标的, 推荐新城悦服务、永升生活服务; 3) 增值服务壁垒深厚的品质服务商, 推荐绿城服务; 4) 资源和赛道较好, 运营效率有望进一步提升的物管央企, 推荐招商积余、中海物业、保利物业; 5) 扩张积极、估值较低“五条小龙”: 推荐时代邻里, 关注建业新生活、佳兆业美好、宝龙商业、奥园健康。

目 录

1、 前期重点报告回顾及物管板块复盘.....	4
1.1、 前期重点报告综合摘要回顾	4
1.2、 物管板块复盘：四个阶段，疫情后价值深度挖掘	5
2、 当前物管行业发展的五大趋势.....	10
2.1、 疫情防控常态化，短期职能长期化	10
2.2、 加大对社区消费场景的挖掘和建设	11
2.3、 科技赋能提升管理效率	14
2.4、 切入城市服务，提升行业发展空间	17
2.5、 行业集中度加速提升，并购整合加剧.....	20
3、 投资建议	23
3.1、 近期走势及估值	23
3.2、 标的推荐	23
4、 风险分析	30

1、前期重点报告回顾及物管板块复盘

1.1、前期重点报告综合摘要回顾

2018年11月发布《**峥嵘初现——物管服务行业投资分析报告(1)**》，提出“城镇化红利下的地产繁荣及民众觉醒的服务消费意识为物管行业提供长期增长支撑。行业处于高速发展阶段，面临较低的周期风险和政策风险。行业亦处于整合初始阶段，市场格局依旧高度零散。但持续发酵的市场化进程令行业集中度加速提升，行业领先集团初露峥嵘”。

2019年5月发布《**服务提费利润限制突破在即，资本助力物业龙头优势尽显——物业服务行业投资价值分析报告(2)**》，提出“国内物业服务行业管制减弱，市场化程度提升，资本支持有助于头部企业加速并购和扩大规模。目前物业服务行业第一梯队已经成型，头部企业在管理面积均值、业绩增速和利润率方面均占优势，未来头部效应将进一步显现。以深圳、佛山等提高物业收费标准为代表，行业收费标准提升已实现“破冰”，未来物业服务行业利润限制有望突破。国内部分地产龙头正加快进行物业板块分拆上市”。

2019年11月发布《**三大维度 12 量化指标，光大物业选股框架模型——物业服务行业 2020 年投资策略**》，提出“物业服务行业，在政策和需求均出现重大变革，催生供给侧进化。物业服务摆脱房地产的附庸地位，从成本中心转向利润中心；行业进化体现出四大边际趋势：运营平台化、运行科技化、管理全业态化和份额集中化。我们建立系统化分析框架和估值体系。从三大维度（资源禀赋、业务经营、业务拓展）、二大业务板块（基础服务和增值服务）出发，通过十二项关键量化指标来筛选优质投资标的”。

2020年1月发布《**新冠疫情积极作为，物管服务信任提升——物业服务行业抗击新冠疫情点评**》，提出“物业服务行业在多个场景中积极作为（如消杀、物资发放等），有助于提升业主信任和粘性，同时为家政、养老、家居服务等场景建立强连接。从政府角度看，物业企业在小区进出把控、小区内消杀、口罩发放等方面的作为，在较大程度上减轻了基层政府的压力，同时也为后续的政策友好打下坚实基础”。

2020年3月发布《**物管搭台科技唱戏，打开社区应用场景——光大证券地产和科技行业联合报告**》，提出“物管科技赋能有助于增收降本，提升长期竞争力，科技应用是物业企业应对人工成本挤压的重要手段，也是物业赋能的重要方式。智能化管理可以帮助物业服务企业降低对基础劳动力的依赖，提升管理效率，实现业务范围的扩张与社区的资源整合。疫情中，物业企业的科技应用得到了充分发挥，在门禁、停车等诸多场景起到了防疫作用”。

2020年5月发布《**从社区到城市，走向更广阔天地——物业服务企业拓展城市服务专题研究报告**》，提出“推进城市精细化管理，物业服务企业进军城市服务，是物业企业主动拓展业务边界，挑战更复杂业态的结果，也是政府需求与企业能力匹配的结果。城市服务有望打破物业企业现有的业务范围，从社区走向更为广阔的城市公共空间。随着业务模式逐步普及，头部物业企业有望承担起城市综合管理运营平台的功能，成为城市‘大管家’，这将对物业企业的市场地位、资源统筹能力、业务规模带来明显提升。”

1.2、物管板块复盘：四个阶段，疫情后价值深度挖掘

第一阶段：价值潜伏期（2014.7-2017.5）

2014年7月，彩生活在港交所上市，开启了物业行业资本市场之旅。作为“物业第一股”，截止2015年4月区间涨幅接近150%。这一阶段，物业上市公司较少，3年时间内先后有彩生活、中海物业、中奥到家、绿城服务、祈福生活服务上市。

从板块整体表现来看，仍处于“价值潜伏期”。截止2017年5月9日，板块整体涨幅10%。

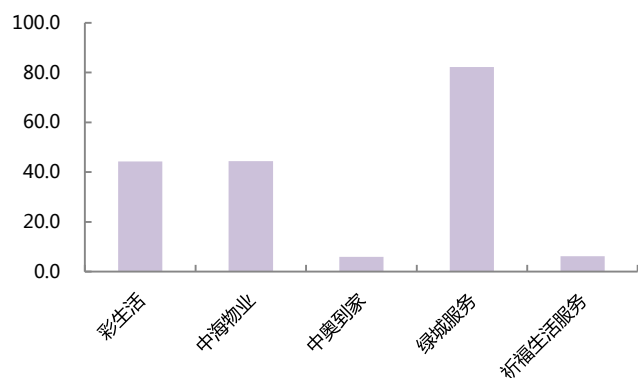
图1：物业行业第一阶段复盘：价值潜伏期（2014.7-2017.5）



资料来源：Wind、光大证券研究所；以流通盘加权计算，股票上市后第4天开始计入，2014年7月7日为基期（1000点）

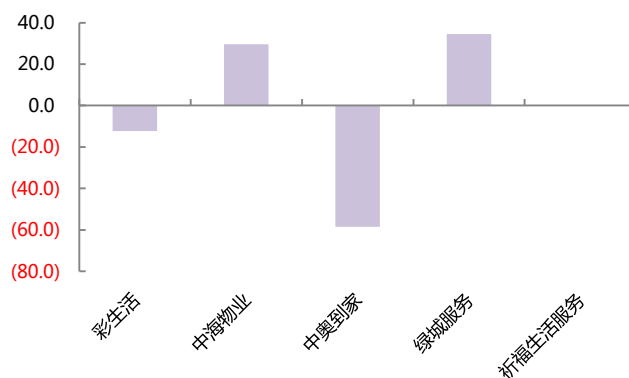
从个股涨幅来看，这一阶段仅中海物业、绿城服务涨幅为正，分别上涨29.6%和34.5%。期末市值排序依次为：绿城服务（82亿港元）、中海物业（44亿港元）、彩生活（44亿港元）。

图2：板块上市公司期末市值



资料来源：Wind、光大证券研究所；单位：亿港元；截止2017.5.9

图3：板块上市公司区间涨跌幅（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所；时间区间：2014.7.7-2017.5.9

第二阶段：价值逐步发现（2017.5-2018.10）

从 2017 年 5 月初开始，物业板块的价值被逐步发现。截止 2018 年 2 月（雅生活服务上市），绿城服务、中海物业区间涨幅均超过 90%。这一阶段，物业公司上市进程逐步加快，先后有浦江中国、南都物业、雅生活服务、碧桂园服务实现上市。

第二阶段的拐点由“社保新政”引发。2018 年 7 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《国税地税征管体制改革方案》，提出社保由税务部门统一征收。物业行业属于劳动密集型行业，出于社保征缴机制改革大幅提升公司人工成本的担忧，行业走势整体走弱。板块最高涨幅 146%，阶段涨幅 56%。

图 4：物业行业第二阶段复盘：价值初步发现（2017.5-2018.10）

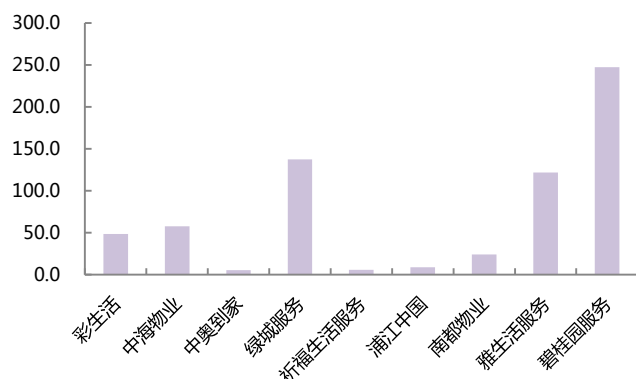


资料来源：Wind、光大证券研究所；以流通盘加权计算，股票上市后第 4 天开始计入，2017 年 5 月 2 日为基期（1000 点）

从个股涨幅来看，由于行业遭遇回撤，截止第二阶段期末，上市较晚的公司涨幅普遍为负值。涨幅最高的依次为：绿城服务（68.9%）、浦江中国（40.4%）、中海物业（36.7%）、南都物业（15.5%）。

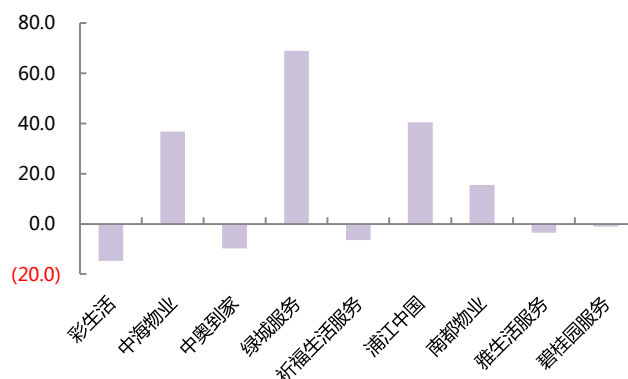
期末市值排序依次为：碧桂园服务（247 亿港元）、绿城服务（137 亿港元）、雅生活服务（122 亿港元）、中海物业（58 亿港元）。

图 5：板块上市公司期末市值



资料来源：Wind、光大证券研究所；单位：亿港元；截止 2018.10.30

图 6：板块上市公司区间涨跌幅（%）

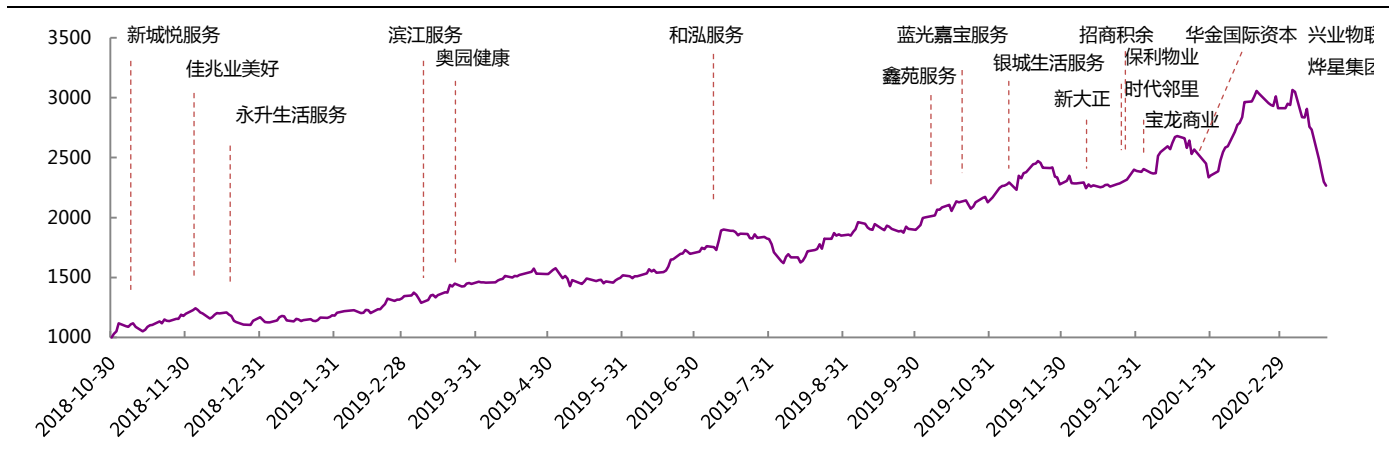


资料来源：Wind、光大证券研究所；时间区间：2017.5.9-2018.10.30

第三阶段：价值受到市场高度关注（2018.10-2020.3）

从2018年10月底开始，“社保新政”带来的利空出尽，行业开启新一轮涨幅。这一阶段，物业行业上市潮正式开启，从2018年11月起，先后有17家物业企业通过IPO或重组实现上市。其中，新大正、招商积余在A股上市，其余在H股上市；招商积余、华金国际资本通过重组上市，其余通过IPO实现上市。

图7：物业行业第三阶段复盘：价值充分发现（2018.10-2020.3）



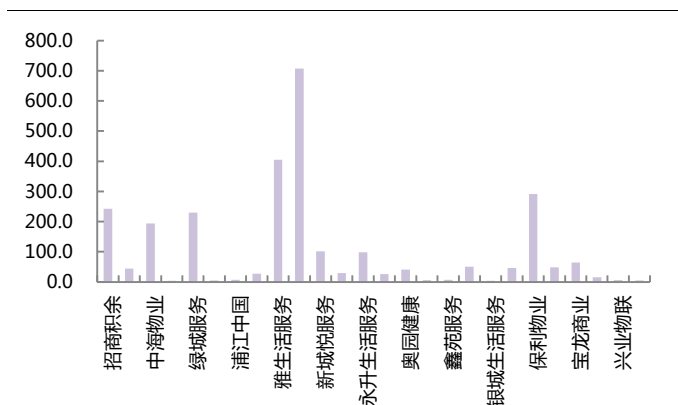
资料来源：Wind、光大证券研究所；以流通盘加权计算，股票上市后第4天开始计入，2018年10月30日为基期（1000点）

从个股涨跌幅来看，两极分化现象较为严重。新城悦服务、永升生活服务、雅生活服务、中海物业、招商积余涨幅超200%、碧桂园服务、佳兆业美好涨幅超100%、绿城服务、新大正涨幅超50%。而部分在管面积较少的上市公司，普遍涨幅为负值。

第三阶段的拐点由“海外疫情扩散”引发。板块涨幅出现回调，3月19日较3月5日高点下跌超过26%。第三阶段板块最高涨幅206%，阶段涨幅127%。

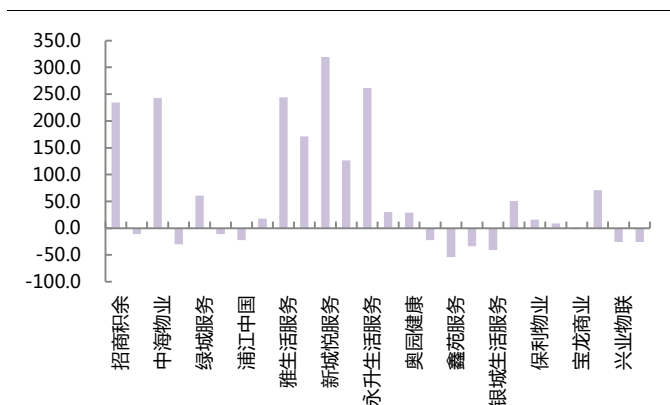
截止期末，市值排名靠前的依次为：碧桂园服务（707亿港元）、雅生活服务（405亿港元）、保利物业（291亿港元）、招商积余（243亿港元）。

图8：板块上市公司期末市值



资料来源：Wind、光大证券研究所；单位：亿港元；截止2020.3.19

图9：板块上市公司区间涨跌幅（%）



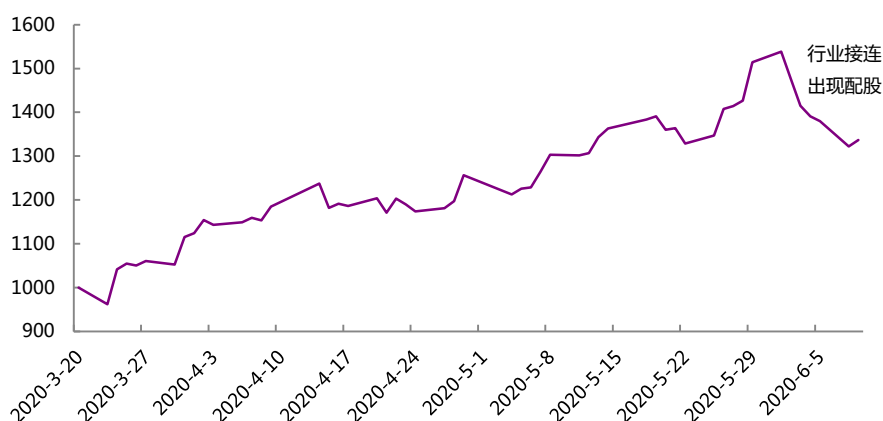
资料来源：Wind、光大证券研究所；时间区间：2018.10.30-2020.3.19

第四阶段：疫情及后疫情时期，价值深度挖掘和短暂回撤

2020年3月20日起，物业行业逐步走出反弹行情。由于其内需属性和必选消费类型，以及在防疫过程中的积极作为，物业行业不仅受疫情影响较小，且其行业渗透率和集中度有望进一步提升。

这一阶段，随着疫情影响逐步消退，物业上市潮重新提速。2020年5月，建业新生活成功上市，第一服务、卓越商企提交招股书。

图 10：物业行业第四阶段复盘：疫情及后疫情时期（2020.3-至今）



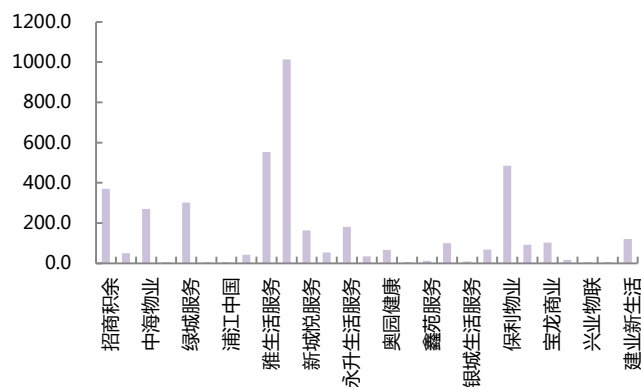
资料来源：Wind、光大证券研究所；以流通盘加权计算，股票上市后第4天开始计入，2020年3月20日为基期（1000点）

从个股涨跌幅来看，个股呈现普涨态势。截止2020年6月8日涨跌幅前列：银城生活服务（137%）、蓝光嘉宝服务（98%）、鑫苑服务（87%）、时代邻里（83%）、永升生活服务（80%）。

由于板块价值在前期体现得较为充分（2017.5.2-2020.6.1，光大地产物管综合指数上涨269.4%），短期市场风险偏好回落，当前出现了短期的股价回调，截止6月8日，行业指数较前期高点下跌14%。

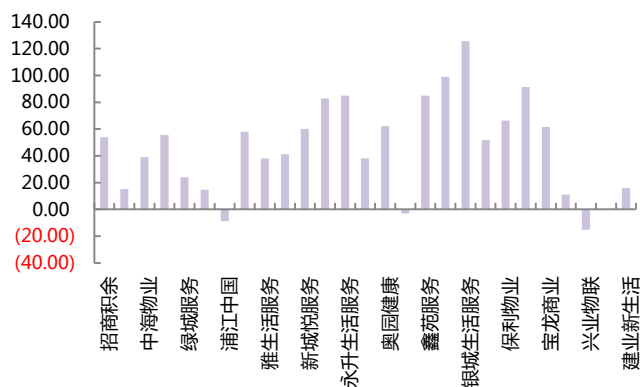
截止期末，市值排名靠前的依次为：碧桂园服务（1000亿港元）、雅生活服务（540亿港元）、保利物业（463亿港元）、招商积余（354亿港元）、绿城服务（300亿港元）。

图 11：板块上市公司期末市值



资料来源：Wind、光大证券研究所；单位：亿港元；截止2020.6.8

图 12：板块上市公司区间涨跌幅（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所；时间区间：2020.3.19-2020.6.8

表 1：已上市的 27 家物业企业

代码	简称	上市日期	市值（亿港元）
1778.HK	彩生活	2014/6/30	50.1
2669.HK	中海物业	2015/10/23	256.7
1538.HK	中奥到家	2015/11/25	6.0
2869.HK	绿城服务	2016/7/12	300.1
3686.HK	祈福生活服务	2016/11/8	5.7
1417.HK	浦江中国	2017/12/11	6.3
603506.SH	南都物业	2018/2/1	43.1
3319.HK	雅生活服务	2018/2/9	540.0
6098.HK	碧桂园服务	2018/6/19	999.5
1755.HK	新城悦服务	2018/11/6	158.7
2168.HK	佳兆业美好	2018/12/6	50.6
1995.HK	永升生活服务	2018/12/17	176.4
3316.HK	滨江服务	2019/3/15	34.8
3662.HK	奥园健康	2019/3/18	63.8
6093.HK	和泓服务	2019/7/12	5.2
1895.HK	鑫苑服务	2019/10/11	12.4
2606.HK	蓝光嘉宝服务	2019/10/18	100.0
002968.SZ	新大正	2019/12/3	66.9
1922.HK	银城生活服务	2019/11/6	9.3
001914.SZ	招商积余	2019/12/16	353.6
6049.HK	保利物业	2019/12/19	462.6
9928.HK	时代邻里	2019/12/19	87.6
9909.HK	宝龙商业	2019/12/30	101.6
0982.HK	华金国际资本	2020/1/17	17.2
9916.HK	兴业物联	2020/3/9	5.2
1941.HK	烨星集团	2020/3/13	5.1
9983.HK	建业新生活	2020/5/15	124.3

资料来源：Wind、光大证券研究所；日期：2020 年 6 月 8 日

2、当前物管行业发展的五大边际趋势

2.1、疫情防控常态化，短期职能长期化

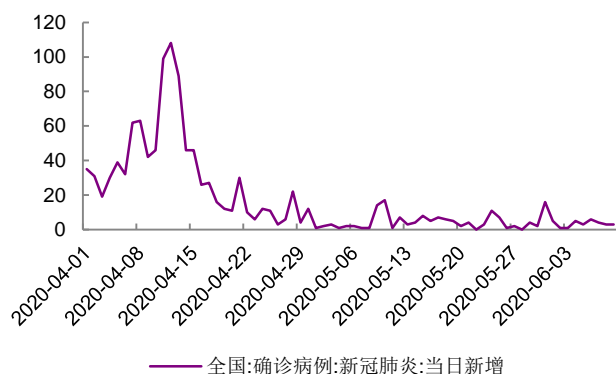
相比非典病毒，新冠病毒更为温和，潜伏期更长。加上海外输入和无症状感染者存在，我国目前已进入疫情常态化防控阶段。《2020 年政府工作报告》指出，下一阶段要毫不放松常态化疫情防控，抓紧做好经济社会发展各项工作。

站在居民的角度，社区消杀、进出量体温将成为持久性需求；

站在政府的角度，对城市公共卫生、基层管理的加强，将由特殊时期的临时投入转为中长期稳定投入；

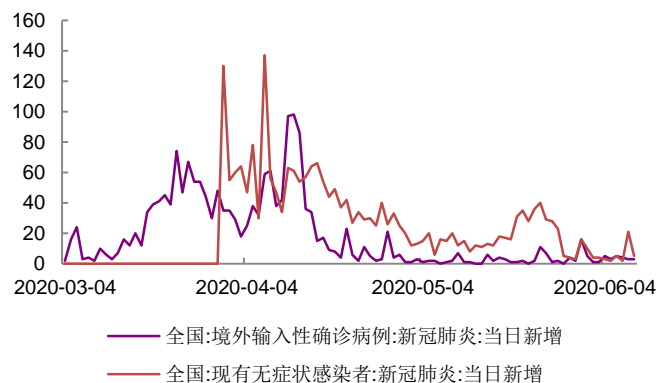
站在企业的角度，物业企业融入社区基层治理，并进军城市管理。由于外部需求持续存在，物业企业部分短期防疫职能长期化。

图 13：全国当日确诊病例



资料来源：Wind、光大证券研究所；截止 2020.6.9

图 14：境外输入及无症状病例



资料来源：Wind、光大证券研究所；截止 2020.6.9

5 月 8 日，国务院联防联控机制印发《关于做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的指导意见》，提出加强基层社区网格化管理。

《北京市新版物业管理条例》（2020 年 5 月 1 日起执行）明确提出，本市物业管理纳入社区治理体系。

目前，四川、重庆、北京、大连、广元等地先后发布通知，将物业管理、业主委员会纳入属地疫情联防联控体系。从深圳市前海社区某小区疫情防控小组来看，小区管理处、社区工作人员已成为重要成员。

表 2：深圳市前海社区某小区疫情防控小组

	单位及职务	备注
1	区文化广电旅游体育局南山文化馆副馆长	组长
2	小区管理处主任	副组长
3	居民第四党支部书记	党员、党支部书记
4	居民第四党支部委员	党员
5	社区工作人员	党员
6	网格员	楼栋联络员

资料来源：前海社区某小区公示牌、光大证券研究所

疫情防控常态化背景下，优质物业企业在疫情防控中得到多项提升：

1) 能力提升，核心体现在组织能力和资源整合能力。如组织疫情上报、出入管控以及整合线上医疗、教育、物资配送资源等。优秀的供应链管理能力和供应链管理能力将成为打造“综合生活服务商”的核心能力；

2) 业主信任提升。疫情期间，业主和物业企业形成了常规情形下无法达到的高密度互动，优质物业企业的业主信任度进一步提升；

3) 重要性提升。各地方政府对物业企业的强制性任务分配，以及严格督导，说明了物业企业在当前的基层治理环境下，有着不可替代的作用。随着都市圈进程加快，物业企业有望融入城市社区环境下的基层治理。

2.2、加大对社区消费场景的挖掘和建设

贴近业主，场景即优势

近年来，随着物业企业对业主增值服务的探索，行业内持续加大对社区消费场景的挖掘和建设。

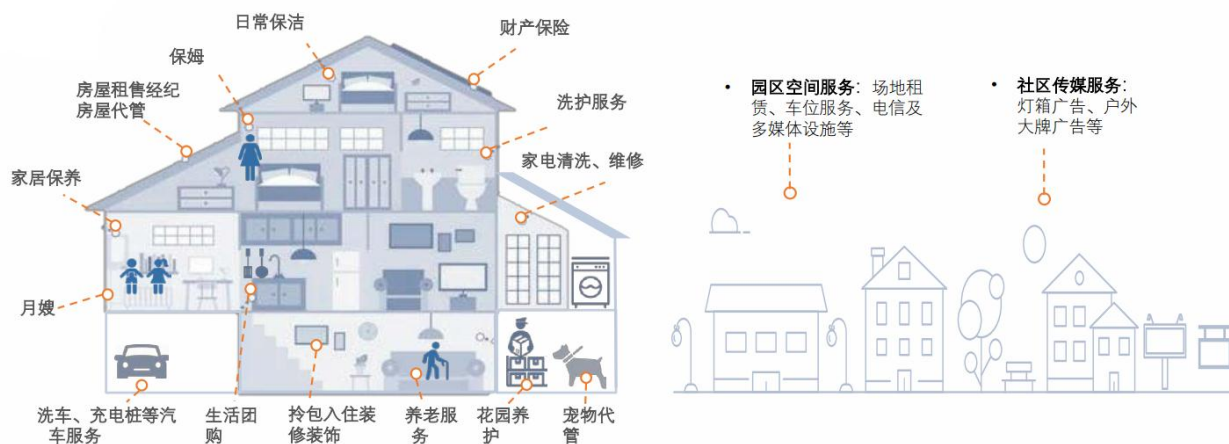
目前来看，社区消费业务主要分为三类：

1) 社区资源运营类。此类业务依托社区已有资源，进行资源价值变现或资源流通，如社区空间服务（场地租赁、车位租售、电梯及灯箱广告）、房屋租售、房屋中介等；

2) 社区居家运营类。此类业务围绕业主日常需求，提供保姆、月嫂、洗护、保养、保洁、团购、家政养老等一系列服务，是业主增值服务中发展较为成熟的一类；

3) 社区财产运营类。此类业务围绕业主房屋及财产，主要聚焦于“资产”的增量需求，如拎包入住、装修装饰、汽车及充电桩服务。

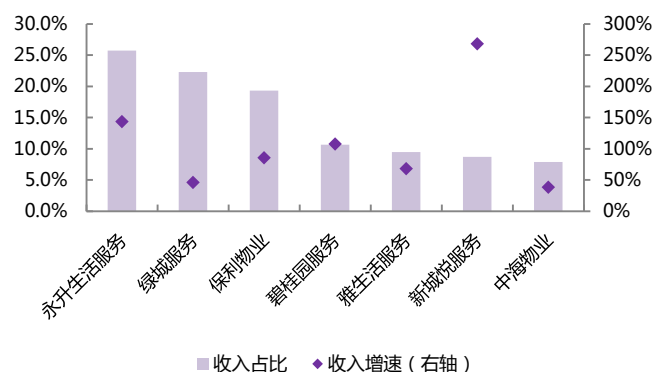
图 15：物业企业致力于建设社区消费场景



资料来源：碧桂园服务官网

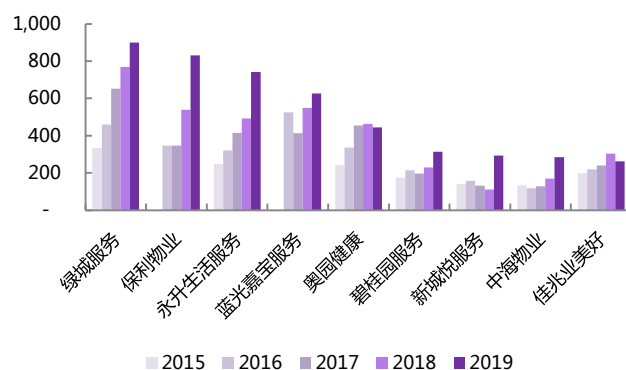
2019 年，样本企业（7 家）业主增值服务收入占比平均水平为 15%，收入平均增速 108%。一方面，随着在管面积迅速扩大，物管企业依托成熟经验，扩大社区消费型业务覆盖面；另一方面，随着新的服务场景被不断挖掘，社区消费的种类不断增加，单位效能迅速提升。

图 16：2019 年样本企业业主增值服务收入占比



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 17：样本企业业主增值服务 ARPU



资料来源：公司公告、光大证券研究所；单位：元/户；假定每户 100 平方米

以绿城服务为例，经过几年的探索，业主增值服务 ARPU 由 2015 年的 335 元/户提升至 2019 年的 901 元/户，年复合增长率 28.1%。

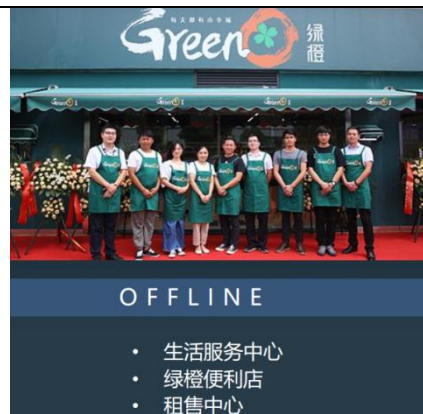
现已建立起涵盖业主衣食住行，包括文化教育、健康养老、新零售、到家服务、资产运营等生态为一体的线上线下融合的生活服务平台。

图 18：绿城服务生活服务平台线上渠道



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 19：绿城服务生活服务平台线下渠道



资料来源：公司公告、光大证券研究所

“物业管家”带货兴起，渠道成本具备优势

随着“私域流量”概念兴起，物业管家在一定程度上成为 KOC（关键意见消费者）。管家依托与业主的密切接触，利用朋友圈、业主微信群等直渠道，在不增加/较少增加获客成本的情况下，达成多种商品的销售或团购。

如永升生活服务利用管家推荐的方式，依托节日、助农等多种主题，组织业主购买各种原产地产品，如水果、茶叶、食材等；雅生活服务联合知名家居品牌，如索菲亚、欧派等，为业主提供拎包入住、房屋装修等各项服务。

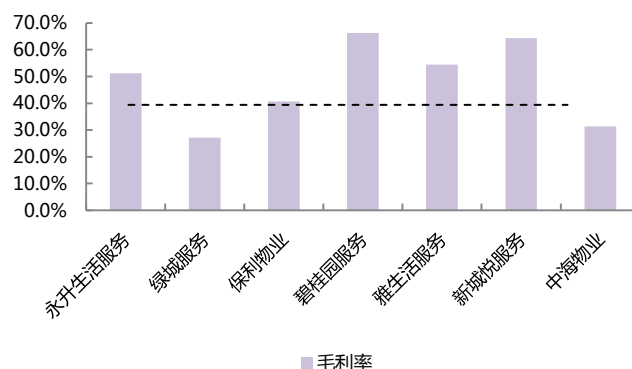
对比常见的消费品企业，物业企业业主增值服务的毛利率通常在 40% 左右，个别企业甚至高达 50%-60%。而在商品价格上，通过对比天猫/京东旗舰店，发现多种商品具有 70-80% 的折扣率。

图 20：部分社区增值服务商品折扣率

商品	物业	折扣率
S12-3 马尔默三人沙发	中海物业	92.11%
喜临门儿童棕榈床垫BZ06	中海物业	88.08%
松下NR-D380TP-S/N 多门变频冰箱	蓝光嘉宝服务	79.84%
海尔空调KFR-32GW	中海物业	83.32%
苏泊尔CFXB20HC22-80电饭煲	蓝光嘉宝服务	89.99%
FD 4019 美的电饭煲	新城悦服务	47.90%
老板不锈钢家用燃气灶JT-36G3 (天然气)	招商积余	88.68%
海尔热水器EC6002-D6	中海物业	86.66%
万事利蚕丝被 (G20峰会系列 冬藏 空调被)	绿城服务	76.76%
W ensi 桑蚕丝被	南都物业	85.91%
碧水源橱下纳滤净水器D509	佳兆业美好	71.29%
碧水源橱下纳滤净水器D601R	佳兆业美好	66.56%
JBL 蓝牙音响JBL CLP2	新城悦服务	74.69%
JBL 音响JBL TURBO	新城悦服务	93.01%
美的除湿机/抽湿机 M DDP-30-30DFEN 1-Q A3	新城悦服务	80.56%

资料来源：京东、天猫、物业企业 APP、光大证券研究所；比价标准：天猫/京东旗舰店

图 21：样本企业业主增值服务毛利率中枢为 40%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

我们认为，物业企业在业主增值服务方面，具备商品价格优势和毛利率较高的主要原因在于渠道优势。

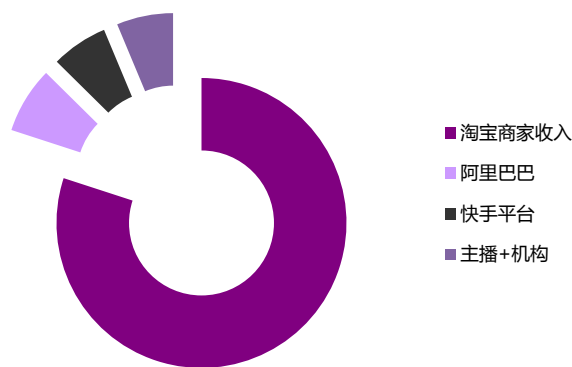
根据“光大互联网与传媒”研究，直播电商的佣金比例通常为 20%（头部主播佣金比例高达 20-40%），以快手主播为例，其中阿里巴巴、快手平台、主播+机构的分成比例为 7.4%、6.3%、6.3%。

图 22：物业管家“私域流量”带货



资料来源：建业物业管家、中海物业管家、光大证券研究所

图 23：直播电商常见的分成比例



资料来源：光大证券传媒组《直播电商：一切刚刚开始，未来无限可能——电商行业专题之三》

相比之下，物业管家利用微信平台“带货”，开展业主增值服务，具备以下几个方面的优势：

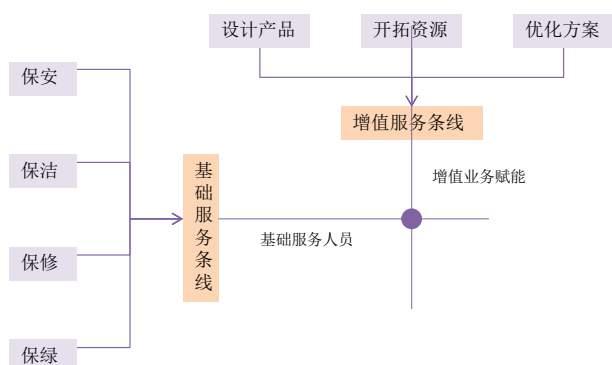
1) 渠道建设优势。管家出于工作需要，已通过微信群与朋友圈与业主建立连接，无需额外建设渠道。而且通过便民团购、爆品产品，给业主带来实惠与方便，有利于进一步增强粘性；

2) 渠道人员优势。而物业管家通常“一岗多能”，在经营业主增值服务的同时，并不脱离基础服务岗位。通过增值服务条线的产品输出与培训，加上适当的分成激励，管家带货具备销售成本优势；

3) 需求发现优势。物业贴近业主生活,有利于第一时间发现业主需求,从而配备具有针对性的商品与服务。如开学季活动、夏日空调清洗、新入住家庭装修需求;

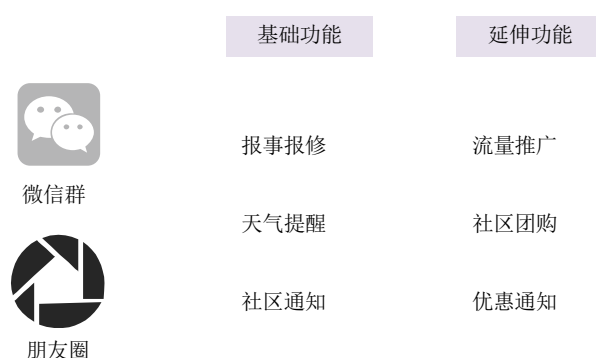
4) 消费场景优势。社区作为业主生活需求的起源地,往往与一定的消费场景相联系。物业通过场景化服务,往往能够发现共性需求,起到需求集中满足的作用。如端午礼盒、中秋月饼销售等。据官方信息,截止 2020 年 6 月 5 日,绿城服务当年端午礼盒销售量超过 40 万盒。

图 24: 物业管家“一岗多能”示意



资料来源: 光大证券研究所

图 25: 物业管家微信群和朋友圈功能延伸



资料来源: 光大证券研究所

2.3、科技赋能提升管理效率

我们在《物管搭台, 科技唱戏——光大证券物业管理与科技行业联合报告(1)》中提出, 科技赋能是物业企业对抗人工成本挤压的重要手段, 也是扩大管理半径, 提升管理效率, 加快响应速度的必由之路。

科技赋能: 疫情期间初露锋芒

本次疫情中, 物业企业的科技应用得到了充分发挥, 在门禁/停车等诸多场景应用中提升防疫能力。

碧桂园服务: 借助科技助力疫情监控, 打造智能防护体系。通过智能设施设备降低人员基础, 整体上线社区疫情上报系统; 通过智能监控云平台应用场景, 实现人脸识别进小区; 智能识别与统计每日车行情况、在线与业主交流互动、通过特种强调声进行重要语音播放、智能呼唤电梯避免公共接触。

蓝光嘉宝服务: 通过 ECM 系统的实时监控, 减少物业工程板块员工对线下设备运行情况的巡检频次, 以便腾出更多时间参与防疫抗疫工作, 保障业主正常生活。此外, 智慧人行、在线报修、在线缴费、智能预付费电表等智能化服务不仅减少了业主与高频触点接触、与外界人员接触的频次, 更保障了在疫情状态下小区的日常生活。

图 26：碧桂园服务智能监控云平台应用场景



资料来源：碧桂园服务公众号

图 27：蓝光嘉宝服务 ECM 系统



资料来源：蓝光嘉宝服务公众号

绿城服务：智慧社区服务平台上线“园区住户行程收集”调查工具，累计收集近 2 万份问卷反馈，有效助力物业一线服务人员对涉足重要疫情区域的住户进行重点排查。此外还通过大数据全面掌握了较为精准的业主基础信息，这对社区居民基本情况的摸排采集工作起到了极大的助力作用，不仅减少接触感染几率，更极大提升社区防控工作效率。

图 28：绿城服务云图系统



资料来源：绿城服务集团公众号

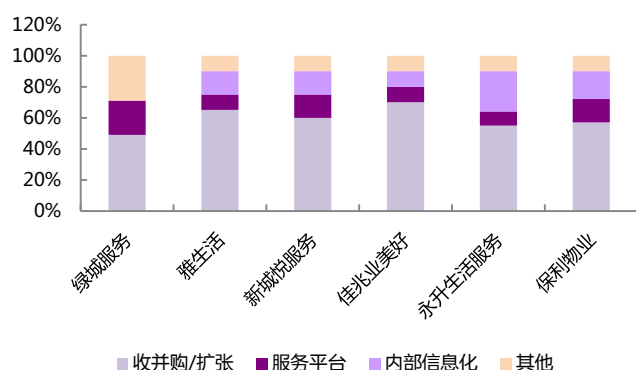
“晚熟”行业补短板，走向独立“修内功”

不可否认，当前行业发展的主旋律仍然是扩大规模和提升市占率。从上市公司募集资金用途分配来看，信息化改造已成为仅次于规模扩张的第二大用途。根据样本企业统计，59%被计划用于收并购和规模扩张，14%被计划用于增值服务平台建设，14%被计划用于内部管理信息化提升，13%被用于补充营运资金和偿还贷款。

信息化提升主要包括两个方面：

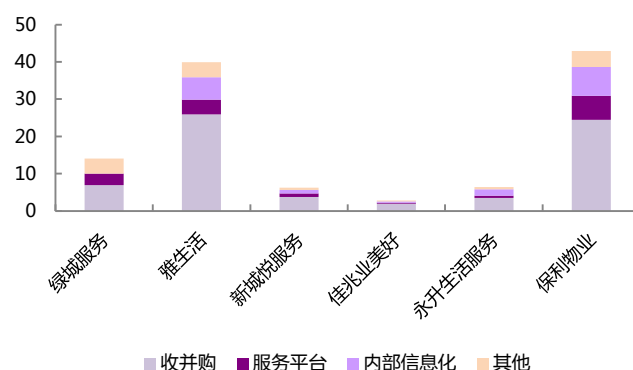
- 1) 增值服务平台建设，主要包括社区 O2O 运营平台、业主增值服务平台拓展、业务能力培养等；
- 2) 内部管理信息化提升，手段通常包括：ERP 系统（企业资源计划）、CRM 系统（客户关系管理）、预算管理系统、财务管理系统、集成智慧中心等。

图 29：物管上市公司募集资金用途分配比例



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 30：物管上市公司募集资金用途分配



资料来源：公司公告、光大证券研究所；单位：亿港元

当前多家物业企业已将内部管理信息化提升提上日程。如碧桂园服务升级 ERP、CRM 系统；永升生活服务建立大数据共享平台和集中指挥中心；新城悦共享会计服务中心、思源业务管理系统；保利物业综合智能管理系统、ERP、内部信息共享平台及数据库。

表 3：物业企业内部信息化提升案例

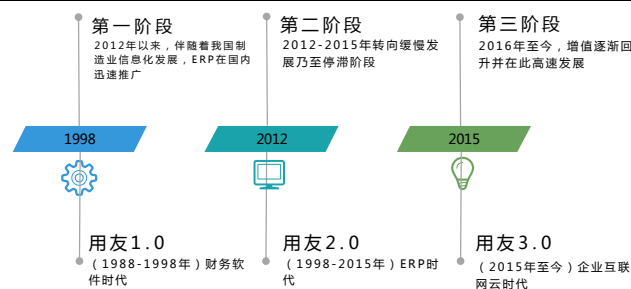
物业企业	内部信息化提升手段
碧桂园服务	升级 ERP 系统，CRM 系统
雅生活服务	集成指挥中心
永升生活服务	优化人力资源系统、合约管理系统、财务系统，建立大数据共享平台和集中指挥中心
新城悦服务	社区线上线下营运系统、综合预算管理系统、共享会计服务中心、思源业务管理系统
佳兆业美好	中央讯息控制中心
保利物业	综合智能管理系统、ERP、内部信息共享平台及数据库

资料来源：公司公告、光大证券研究所

相比制造业，物业行业在管理信息化方面起步较晚。在分拆上市之前，作为企业的成本部门，并不具备独立的财务管理、人力资源管理和客户关系管理系统。因此，实现内部管理信息化成为物业企业分拆上市后，管理走向独立的第一步。

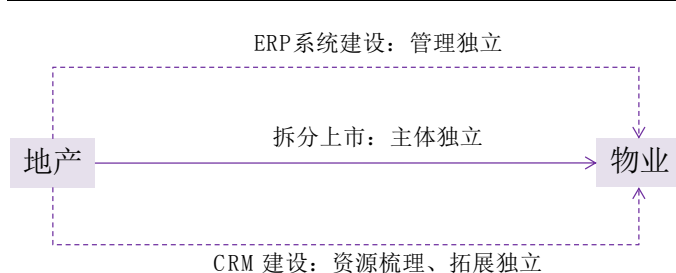
物业从地产母公司拆分上市，仅仅代表着物业企业的法人主体和上市公司主体实现了独立。而 ERP 系统的建设，代表着物业企业开始有机会根据自身的行业特性，重新组建自己的管理体系；CRM 客户管理系统的建设，则为自身独立拓展打下坚实基础。

图 31：ERP 系统在国内的应用历程



资料来源：用友网络官网、光大证券研究所

图 32：物业拆分上市后的管理提升



资料来源：光大证券研究所

投“前台”还是投“中台”？展现战略定力

从物业企业科技领域的投入方向来看，主要分为两部分：

- 1) “前台”科技。主要是移动 APP 为载体的业主增值服务平台；
- 2) “中台”科技。主要是内部管理系统、企业数据库等。

从企业盈利的角度，投资“前台”科技，可以在相对较短的时间内见效，为企业创收；而投资“中台”科技则意味着内部数据的梳理和管理体系的变革，短期内不仅难以看到明显效果，反而容易带来一定的前期效率损耗。

从开展难易程度的角度，投资“前台”科技意味着业务增量空间，在激励水平到位的情况下，前台工作人员有动力推广开展；而投资“中台”科技不仅在设计过程中需要对业务体系有更高层次的认识，在执行过程更需要更多条线的配合，因此难度更大。

但是，对于企业的长远发展来说，中台的持续变革可能成为企业长期竞争力的一部分。一方面，物业作为人力资源密集型行业，需要管理模式的不断优化来对抗人力成本上升带来的利润挤压；另一方面，随着传统的管理模式，信息隔绝现象较为严重，客户资源并没有得到有效利用，中台信息化的落地有利于实现穿透式管理和存量资源盘活。

由于见效慢，且其效果难以评估，因此投资中台需要战略定力；由于维度长，整合跨度大，因此需要战略高度。据我们了解，物业企业典型的管理信息化提升工程多为“一把手工程”。

图 33：投资“前台”与投资“中台”的比较

	见效时间	难易程度	战略维度
前台科技	快，易评估	易，有激励	产品线建设
中台科技	慢，难评估	难，整合跨度大	长期竞争力，管理优化

资料来源：光大证券研究所

图 34：永升生活服务信息化提升组织

前台	永升活APP、永小乐APP、商户端APP、智慧物联设备
业务中台	战图、芯选、PM S、供应链、应收/应付中台、财务主数据、人力系统
物联中台	通讯连接、设备管理、IoT应用
物联中台	数据采集、数据存储、数据建模、数据应用

资料来源：公司公告、光大证券研究所

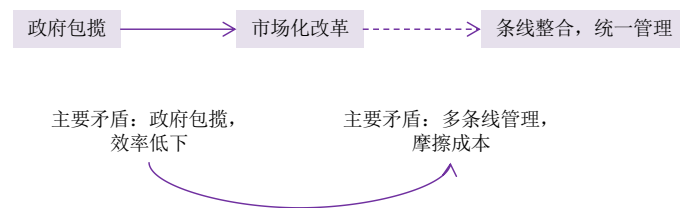
从典型企业募集资金的使用进度来看，截止 2019 年底用于内部管理信息化提升的资金使用进度为 45%，说明内部管理的信息化改造仍处于进程中。

2.4、切入城市服务，提升行业发展空间

“放管服”大背景下，政府各个部门不断推进后勤市场化改革，对外释放空间。如市容环卫、绿化市场、交通协管、乃至政府办公大楼物业管理。

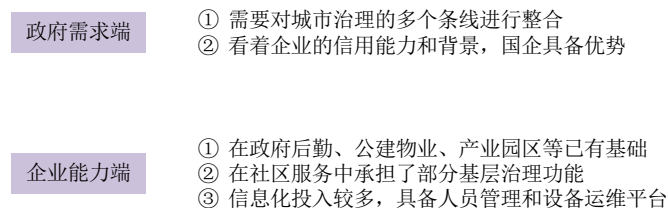
随着市场化推进，当前各个领域的市场化率已达到较高水平（据光大环保组《如何看待“疫情”后的环卫产业——固废提质报告系列之一》测算，2019 年环卫市场化率 85.3%）。政府部门所面临的主要矛盾，已经由政府包揽所产生的的效率低下问题转移至多条线管理所产生的摩擦成本。

图 35：政府外包业务的发展路径与主要矛盾



资料来源：光大证券研究所

图 36：城市服务项目的供需方匹配

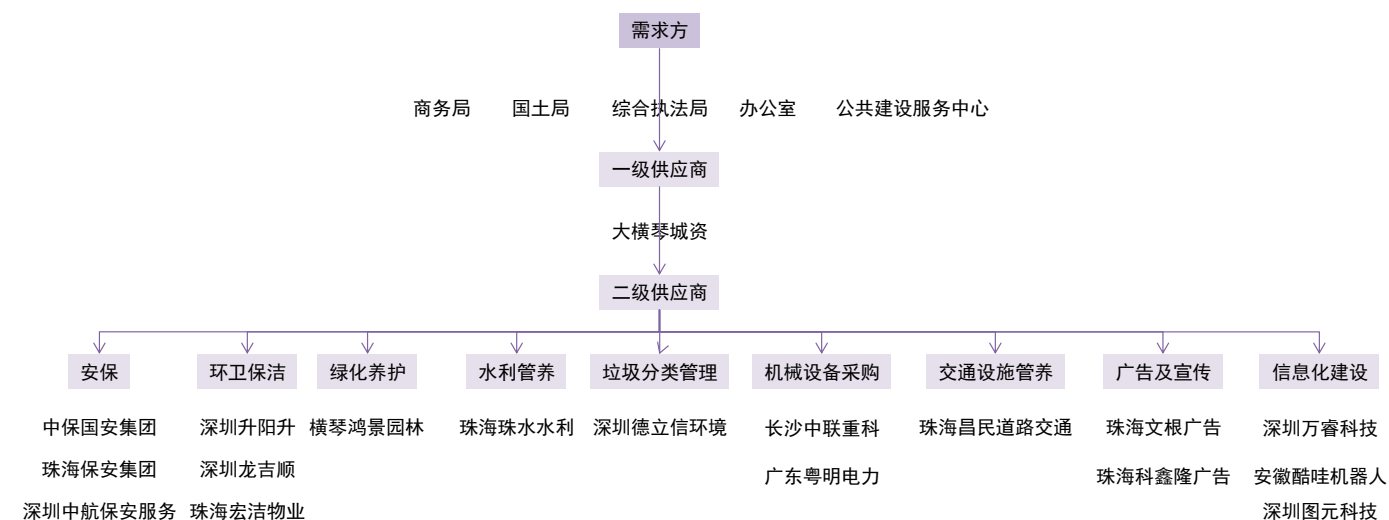


资料来源：光大证券研究所

以此为契机，物业企业所提出了“城市服务”理念，以多年住宅社区管理经验为基础，走向更广阔的城市服务。其本质上是公共空间和公共资源当做一个整体，通过引入市场化力量，对整个城市进行专业化、精细化、智慧化的统筹管理。

以万科物业为例，作为“物业城市”的重要实施主体，大横琴城资（万科物业和横琴新区国资委分别持股持股 40%和 60%）负责横琴新区 106.5 平方公里内城市公共空间与资源的全流程管理、服务与运营，包括且不限于环卫清洁、城市秩序管理、市政养护、物业管理、停车场管理、社区资产管理等服务等领域。

图 37：珠海横琴新区城市物业运作模式



资料来源：珠海市公共资源交易中心、光大证券研究所

“后疫情时期”，物业城市服务提速

5 月以来，多家上市公司在进军城市服务方面取得进展，包括：万科物业（厦门鼓浪屿）、龙湖物业（岳阳城陵矶新港区）、碧桂园服务（天津军粮城、大连金普新区）、绿城服务（宁波慈城）、中航物业（深圳坪山区、青岛即墨区）、招商物业（三亚崖州湾科技城）、保利物业（再次中标嘉善项目）、佳兆业美好（邯郸峰峰矿区）、时代邻里（广州南沙区）。

我们认为，城市服务项目的加速涌现，与疫情后国家对城市管理精细化和专业化的重视程度息息相关。

疫情中，地方政府特别是基层政府承担了较大的管理压力，公共安全、公共服务的供给质量经受了考验。而物业企业在疫情防控中展现出的组织管理能力、应急保障能力，成为“后疫情时期”拓展政府公共服务的有力证明。

表 4：疫情后城市服务案例统计

区域	涉及企业	接受采购方	采购人	总面积 (平方公里)	总金额 (万元)	年限 (年)
厦门鼓浪屿	万科物业	厦门市思明城市资源经营管理有限	思明区市政园林局	1.91	11454	3
			鼓浪屿-万石山景区管委会	1.77	5973	3
岳阳城陵矶新港区	龙湖物业	岳阳龙湖新港物业服务有限	岳阳城陵矶新港区管委会	69		
天津军粮城	碧桂园服务	碧桂园服务天津区域	天津军粮城管委会	19		
大连金普新区		碧桂园服务	大连金普新区管委会	20.6		
宁波念慈	绿城服务	宁波市杭南绿城物业				
深圳市坪山区	中航物业	中航物业、万科物业、深业物业	深圳市坪山区政府	168		
青岛即墨开发区		中航物业	山东省即墨经济开发区管委会	28	4537	1
三亚崖州湾科技城	招商物业	招商物业	三亚崖州湾科技城管理局有限	69.3	7423	
东莞松山湖		招商物业	东莞市城管综合执法松山湖分局	26	9593	3
广州南沙区	时代邻里	东康物业				
邯郸市峰峰矿区	佳兆业美好	佳兆业美好集团	河北邯郸市峰峰矿区	353		

资料来源：企业官网、光大证券研究所整理

疫情期间的临时管理如何固化为城市服务项目？

我们在前文提到，疫情防控常态化时期，物管企业在疫情中承担的短期职责将固化为中长期职能。如中航物业在疫情中紧急进驻深圳市坪山区防疫卡口，“后疫情时代”，该项目成功转化为城市管理项目。

疫情紧急防控时期：

物业承担起公共服务“救火队员”的角色。2月中旬，中航物业百余员工进驻坪山区三个防疫点，火速进驻碧岭街道及马峦街道，负责三个社区18个卡点的相关防疫工作；深业物业负责坪山街道珠洋坑卡口、龙田街道龙田新村卡口管控。

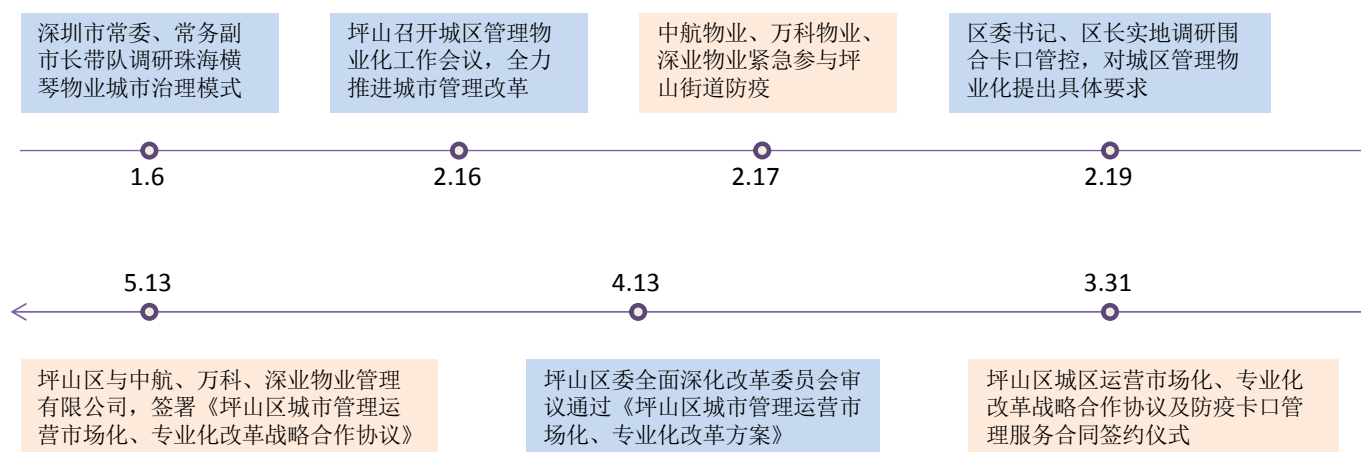
物业的紧急公共服务得到了政府领导、其他部门的支持。2月19日，区委书记陶永欣、区长李勇等实地调研围合卡口管控工作，结合疫情防控，对城区管理物业化提出具体要求；东部公交六分公司开通防疫保障专线。

疫情防控常态化时期：

坪山区城市运营管理市场化、专业化改革继续推进。4月13日，坪山区委全面深化改革委员会审议通过《坪山区城市管理运营市场化、专业化改革方案》。

疫情期间“救火队员”转化为“城市服务合同”。5月13日，坪山区与中航、万科、深业物业管理有限公司，签署《坪山区城市管理运营市场化、专业化改革战略合作协议》。

图 38：物业企业在疫情中的短期职责固化为长期职能，并介入城市管理



资料来源：中航物业官方微信、光大证券研究所

2.5、行业集中度加速提升，并购整合加剧

1) 疫情考验下，物业企业接受全方位考验

疫情对物业服务企业的考验和冲击是全方位的。一方面，由于抗疫过程中人员、物资等成本增加，部分企业可能遭受现金流困难；另一方面，由于在疫情中表现太差，无法胜任社区防疫工作，部分企业可能遭受业主消极上缴物业费，从而加剧现金流压力，甚至遭到业主辞退。

疫情期间，多家物业企业因疫情防控不力而受到政府公开批评。从企业类型来看，多为未上市的中小物业企业。这从侧面说明了疫情防控全方位考验下，企业短板加速暴露。

表 5：疫情期间政府公开批评的案例

来源	态度	涉及企业	内容
百色市住房和城乡建设局	批评	百色百旺物业、广西银湾物业、百色市嘉乐物业、广西沛峰物业	基本防控措施没到位，存在防控漏洞
广元市住房和城乡建设局	批评	广元市金达物业、广元阳光物业	存在小区封闭不及时、进出人员排查不到位、防疫宣传滞后以及对湖北地区返乡重点人员监控不深不细的问题
潍坊市坊子区人民政府	批评	潍坊市邦安物业	未按照要求严格落实防控责任，保安没有对进出人员落实登记、测温等防疫措施
深圳市龙岗区住房和建设局	批评	深圳午越物业、深圳莱蒙物业、深圳诺德物业	未戴口罩、手套等一次性卫生用品专用垃圾桶及其周边进行清洗、消毒；现场无管理人员在岗，无法检查疫情防控工作资料

资料来源：各地方政府官网

因此，疫情后不符合市场要求的企业生存环境恶化，有望开启新一轮收并购机遇。据我们统计，2020 年以来已有多起并购事件。

表 6：2020 年以来物业并购统计（并购标的为中小物业）

日期	买方	卖方	金额（万元）	权益百分比
2020/2/29	深赛格	新东升物业	5,220	36%
2020/3/16	银城物业	汇仁恒安	4,590	51%
2020/3/24	时代邻里	广州浩晴物业	3272	100%
2020/3/31	浦江中国	松竹物业	426.7	49%

2020/4/28	南都物业	浙江安邦护卫集团有限公司	4717	5%
2020/4/29	蓝光嘉宝	成都三朴物业 (60%)	7520	100%
2020/5/1	文达通	和越物业	451.7	80%
2020/5/11	时代邻里	广州耀城物业	1487	100%
2020/5/11	奥园健康	宁波宏建物业服务有限公司	3700	65%

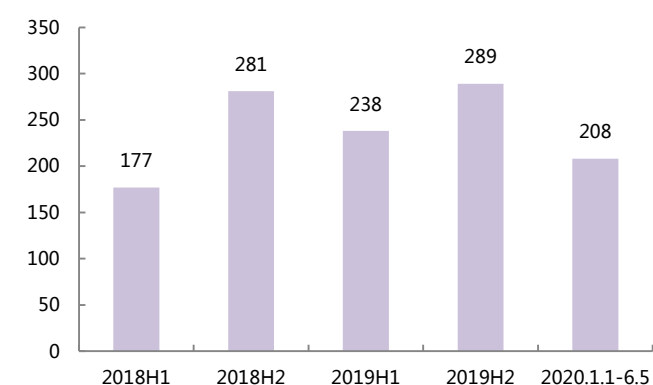
资料来源: Wind、光大证券研究所

2) 房企收并购带动物业集中度提升

疫情期间, 房地产销售量骤降, 造成大量中小房企资金链承压。据 CRIC 统计, 截止 2020 年 6 月 5 日, 全国破产房企已达 208 家。

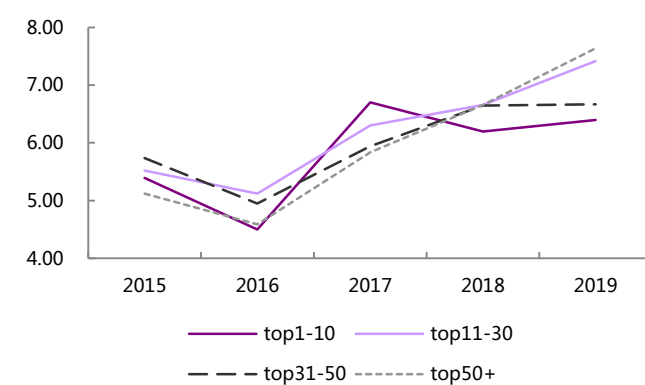
未来“房住不炒”主基调延续, 资金端分化仍将持续。2020 年预计房地产市场集中度仍将继续提升。

图 39: 近三年破产房企数量



资料来源: CRIC、光大证券研究所; 单位: 家

图 40: 不同梯度房企平均融资成本



资料来源: CRIC、光大证券研究所; 单位: %

房地产企业收并购带来市场集中度提升的同时, 一般也会带来下属物业企业的收并购, 从而提升物管行业集中度。从收并购规模来看, 不同形式的房地产收并购, 均伴随着关联物业管理权的转移。

如中国奥园以 11.6 亿元收购京汉股份 29.99% 股权后, 奥园健康以 2.479 亿元收购乐生活 80% 股份; 世茂股份并购福建福晟后, 旗下世茂服务收购福晟物业 51% 股权。

图 41: 中国奥园并购京汉股份



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 42: 世茂股份并购福建福晟



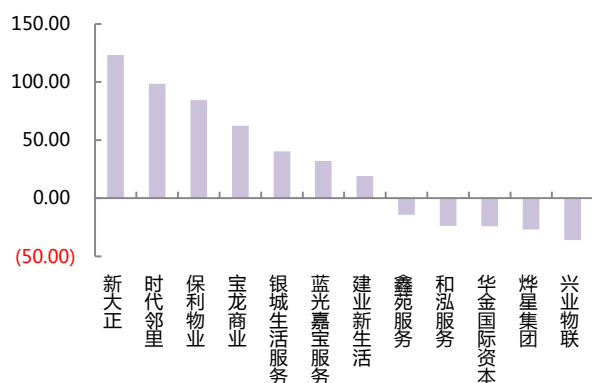
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

3) 房企弃车保帅，加速物业收并购

当部分房地产企业遭遇流动性压力时，也可以选择出售旗下物业板块股权。一方面，受二级市场高估值带动，物管板块一级市场估值远高于房地产项目；另一方面，物业板块一般为轻资产运作，净资产较少，出售对企业影响较小。

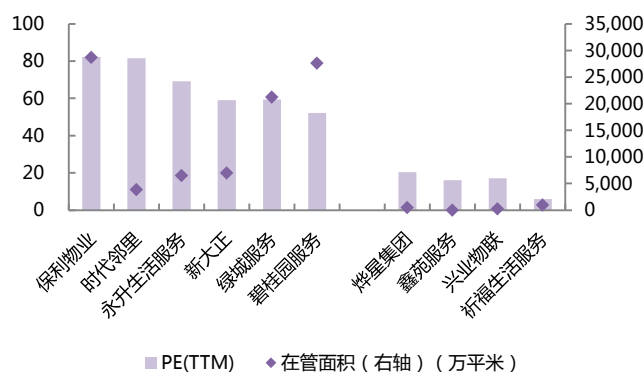
另外，已上市的案例表明，储备面积较少的小型物管（在管面积 1000 万平方米以下）股价表现一般。因此，中小开发商有动机将旗下物管板块高位套现，而非推动上市。

图 43：物业企业上市后涨跌幅（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 44：小型上市物管普遍低估值



资料来源：Wind、光大证券研究所；日期：2020.6.11

表 7：部分中小地产背景物业企业股权变更案例

并购标的	股权变更前	变更后
无锡东洲物业	无锡民生地产（100%）	无锡民生地产（63.75%）、蓝光嘉宝（36.25%）
成都诚悦时代	四川科迪置业（43.75%）、四川泰然置业（41.75%）	四川科迪置业（18.75%）、西藏新城悦（61.5%）
成都创艺物业	地产母公司（成都武海置业）	蓝光嘉宝（100%）
天骄爱生活	协信地产（90.36%）、中民投（9.64%）	万科物业（51%）、协信地产（27%）
上海同进物业	上海同进置业（60%）、湖州雍润（40%）	和泓服务（70%）
青岛雅园	新地置业	永升生活服务（55%）
大树物业	大树集团	佳兆业物业（60%）

资料来源：Wind、光大证券研究所

疫情对于多数中小企业（包括物业企业和房地产企业）来说是一次严峻考验，因此疫情后并购机会将大量涌现。年初至今，已有多家物业上市公司进行市场融资，为“物业并购窗口期”储备资金。我们预计，下半年将会看到较多的并购案例落地。

表 8：2020 年以来物业企业融资案例

上市公司	募资方式	募资金额（亿港元）	用途
碧桂园服务	可转债	38.75	用于未来潜在的并购、战略投资、营运资金
绿城服务	配股	26.93	未来潜在的并购、战略投资、营运资金及一般用途
永升生活服务	配股	15.64	未来机会出现时作业务发展或投资，以及作为营运资金
佳兆业美好	配股	4.6	未来机会出现时作业务发展或投资，以及作为营运资金

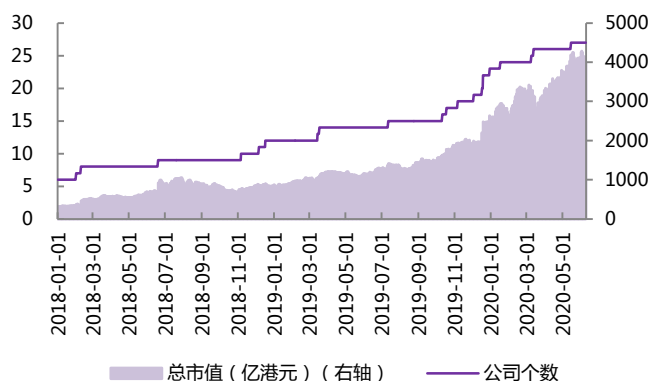
资料来源：Wind、光大证券研究所

3、投资建议

3.1、近期走势及估值

近年来，物业服务行业估值提升明显。2019 年全年，物管行业加权 PE(TTM) 呈平稳上升趋势，由 2019 年初的 30 倍提升至 2019 年末的 37 倍，2020 年新冠疫情发生后，物管板块估值进一步提升，5 月提升至约 50 倍。

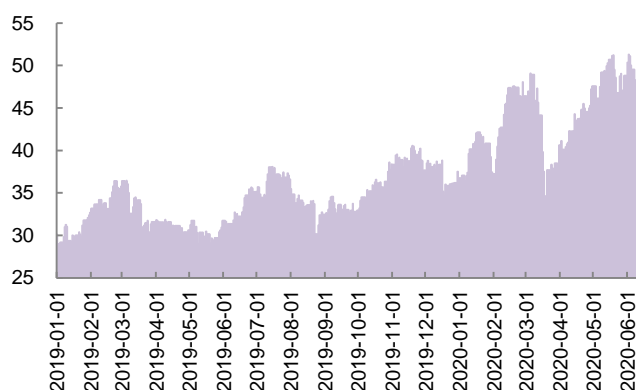
图 45：物业企业上市个数及总市值



资料来源：Wind、光大证券研究所

注：招商积余、华金国际资本按重组完成日计

图 46：物业板块 PE(TTM) 加权平均



资料来源：Wind、光大证券研究所；

注：剔除招商积余、华金国际资本

我们认为近年来物管板块估值提升的主要原因包括：

1) 我们前期在 1.1 的重点报告中详细阐述，当前物管行业处于行业发展战略机遇期，减管制加资本，市场空间广阔，市场竞争加剧，行业集中度加速提升，科技加持提升效率，拓展城市服务打开发展空间，行业板块的价值获得了资本市场的逐步认可，板块热度和关注度持续提升，投资参与度不断提升，流动性推动板块估值提升。

2) 新冠疫情发生后，物管板块由于内需属性和必选消费类型，受疫情影响较小，同时在疫情防控中，物业企业积极作为，在较大程度上减轻了基层政府的压力，业主信任加深，业主增值服务渗透率进一步提升，物管服务的行业地位和市场认可不断提升，为行业发展打开了想象空间，也打开了板块估值的天花板。

3.2、标的推荐

关注四条主线：1) 各方面指标优异的龙头个股，推荐碧桂园服务、雅生活服务；2) 二线规模梯队的高成长弹性标的，推荐新城悦服务、永升生活服务；3) 增值服务壁垒深厚的品质服务商，推进绿城服务；4) 资源和赛道较好，运营效率有望进一步提升的物管央企，推荐招商积余、中海物业、保利物业；5) 扩张积极、估值较低的“五条小龙”：推荐时代邻里，关注建业新生活、佳兆业美好、宝龙商业、奥园健康。

◆ 保利物业：“大物业”战略持续深入，垂直增值服务亮点闪现

公司 19 年营收 59.7 亿元同比+41.1%，归母净利润 4.91 亿元同比+49.3%。基础物管、业主增值、非业主增值收入分别占比 64%、19%、16%。整体毛利率提升 0.2pc 至 20.3%，净利率提升 0.5pc 至 8.4%，主要在于公司加大成本管控，员工成本占比和管理费用率分别下降 1.7pc 和 0.2pc。

19 年在管面积+51%至 2.87 亿平米，基础服务毛利率提升 0.1pc 至 14.2%。受公服物业快速提升影响，第三方在管面积占比提升 12.5pc 至 55.1%。

业主增值服务营收同比+85%至 11.54 亿元，19 年公司转变思路，积极打造垂直服务，如美居、社区零售、社区媒体，收入实现快速增长。单户 ARPU 同比+23%至 402 元。非业主增值服务营收同比+39%至 9.69 亿元，其中案场协销服务占比 81%，主要受大股东保利发展带动，提供案场服务项目增加。

未来一段时间，扩大规模仍然是公司发展的主旋律。一方面，在“大物业”的战略下，公司借助央企背景积极开展“央央合作”、“央地合作”，在管业态持续丰富，特别是公司积极联合地方城投公司，探索城市公共基础设施的服务新模式，有望打造新的增长极；另一方面，公司与区域开发商合作，并积极参与收并购，19 年末在手现金超 65 亿元，外拓实力雄厚。

我们维持 20-22 年预测 EPS 为 1.46、2.00、2.82 元，鉴于行业整体估值提升，我们上调 2021 年 PE 至 45 倍，上调目标价至 99.89 港元，维持“买入”评级。

风险提示：人工成本快速上升风险；“大物业”拓展进度不及预期；城市服务公共事件处理不当风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,229	5,967	9,048	12,889	17,406
营业收入增长率	30.5%	41.1%	51.6%	42.4%	35.0%
净利润（百万元）	334	490.51	810.14	1,105.50	1,559.02
净利润增长率	49.6%	46.9%	65.2%	36.5%	41.0%
EPS（元）	0.63	0.92	1.46	2.00	2.82
ROE（归属母公司）（摊薄）	48.2%	9.6%	14.2%	17.2%	20.8%
P/E	117	80	50	37	26
P/B	59	8	7	6	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 11 日；汇率：1 港元=0.9 元

◆ 招商积余：整合效果初步显现，相互赋能齐头并进

公司 19 年营收 60.8 亿元同比-8.7%，归母净利润 2.86 亿元同比-66.6%。相比 18 年，公司营收结构发生较大变化。并表口径为原中航善达与招商物业 19 年 12 月数据。结构上看，公司不再从事房地块开发业务，专注于物管+资管两项核心业务。

中航物业：19 年在管面积+26.8%至 6729 万平米（18 年增速 3%），外拓明显加速。结构上看，在管面积中 69%为非住宅业态。子公司中航物业管理全年营收+16.1%至 45.1 亿元，净利润+21.6%至 2.03 亿元。**招商物业：**在管面积+23.5%至 8537 万平米（18 年增速 25.8%）。结构上看，在管面

积中 65%为住宅业态。全年扣非归母净利润+22.2%至 1.73 亿，业绩承诺完成率 109%。

公司近期在城市服务方面成效显著。中航物业取得深圳市坪山区、青岛即墨开发区项目，招商物业取得三亚崖州湾科技城、东莞松山湖项目。此外，中航物业进驻深圳塘朗山公园、深圳湾公园、广州陈家祠、南京大屠杀纪念馆等地标项目，影响力进一步增强；招商物业与日照高新集团合资，中标华为物流园、大兴国际机场项目，专业能力进一步提升。

我们维持 20-22 年预测 EPS 为 0.56、0.84、1.13 元，鉴于行业整体估值提升，我们上调 2021 年 PE 至 43 倍，上调目标价至 36.18 元，维持“买入”评级。

风险提示：人工成本快速上升风险；整合进度不及预期；外包质量风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,656	6,078	11,657	15,644	20,007
营业收入增长率	12.9%	-8.7%	91.8%	34.2%	27.9%
净利润（百万元）	857	286	594	894	1,195
净利润增长率	468.8%	-66.6%	107.5%	50.6%	33.6%
EPS（元）	1.28	0.27	0.56	0.84	1.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.7%	3.6%	7.0%	9.7%	11.8%
P/E	24	114	55	37	27
P/B	4	4	4	4	3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 11 日

◆ 中海物业：以更加积极的姿态，迎接市场竞争

公司 19 年营收 54.7 亿元同比+30.8%，归母净利润 5.38 亿元同比+33.4%。基础物管、非住户增值、住户增值及停车位买卖收入分别占比 75.2%、16.8%、7.9%、0.2%。19 年公司服务面积 1.51 亿平方米同比+7.5%。16-19 年在管面积复合增长率 17.4%，总收入复合增长率 28.7%。19 年首次外拓，新增外拓合约面积 1504 万平米。

公司背靠中国建筑及中海集团，有力支撑管理面积增量。截止 2019 年底，中国建筑地产业务土储超过 1.1 亿平米，其中中国海外发展土储 6522 万平米，中海宏洋土储 2401 万平米。充足土储及稳定开发进度，有力支撑管理面积增量。2019 年，公司向中建三局收购武汉中建捷诚物业 100%股权，显示出“保留运作”逐步纳入中海物业体系的可能性，后续值得关注。

公司积极战略持续推进落地，4 月收购珠海航空综合服务公司 51%股权，并与南航共建航空物业平台。5 月与遵义市播州区政府签订战略合作协议，与播州区城投集团成立合资公司。

我们维持 20-22 年预测 EPS 为 0.21、0.27、0.33 港元，鉴于行业整体估值提升，我们上调 2021 年 PE 至 40 倍，上调目标价至 10.75 港元，维持“买入”评级。

风险提示：人工成本快速上升风险；外拓进度不及预期；关联方依赖风险；外包质量风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万港元）	4,155	5,466	6,527	7,882	9,548
营业收入增长率	23.7%	31.6%	19.4%	20.8%	21.1%
净利润（百万港元）	402	538	701	883	1,099
净利润增长率	31.4%	33.7%	30.3%	26.0%	24.5%
EPS（港元）	0.12	0.16	0.21	0.27	0.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	35.7%	35.1%	33.9%	32.3%	30.8%
P/E	65	49	37	30	24
P/B	23	17	13	10	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2020 年 6 月 11 日

◆ 碧桂园服务：城市服务发力，进军全域化服务商

公司 19 年营收 96.45 亿元同比+106.3%，归母净利润 16.71 亿元同比+81.0%。不含三供一业，基础物管、业主增值、非业主增值收入分别占比 72%、11%、17%。19 年在管面积+52%至 2.76 亿平米，基础物管营收增速达到 68%。基础服务毛利率下降 1.7pc 至 30.2%，主要是由于第三方面积占比提升。合约面积 6.85 亿平米，覆盖在管面积 2.48 倍（不含三供一业）。

业主增值服务营收增速 107%，主要原因在于家政服务和社区传媒业务放量，增速均超 200%。单户 ARPU 达到 313 元，同比+36%。非业主增值服务营收增速 80%，其中车位/尾盘代销业务收入+193%，占比提升 5.3pc。

“三供一业”业务进展顺利，截止 19 年底已完成目标项目有序接管。其中物管、供热面积分别收入 5.25、9.9 亿元，净利率分别达到 5.1%、2.7%。

“城市共生计划”现已升级为城市服务事业部，先后取得天津军粮城、大连金普新区项目，并中标山西寿阳县“环卫+”服务项目。发行可转债筹集 38.75 亿港元，主要用于海外并购和战略投资，预计下半年可以看到项目落地。

我们维持原盈利预测，因购股权行使导致股本增加，20-22 年预测 EPS 调整为 0.79、1.14、1.49 元，鉴于行业整体估值提升，我们上调 2021 年 PE 至 40 倍，上调目标价至 50.46 港元，维持“买入”评级。

风险提示：人工成本快速上升风险；城市服务推进进度不及预期；关联方依赖风险；外包质量风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,675	9,645	14,106	18,272	22,612
营业收入增长率	49.8%	106.3%	46.3%	29.5%	23.7%
净利润（百万元）	923	1,671	2,163	3,126	4,105
净利润增长率	129.8%	81.0%	29.5%	44.5%	31.3%
EPS（元）	0.35	0.61	0.79	1.14	1.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	39.6%	29.4%	29.5%	32.1%	31.9%
P/E	92	52	40	28	21
P/B	38	15	12	9	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 11 日；汇率：1 港元=0.9 元

◆ 雅生活服务：跨越式增长，站上新起点

公司 19 年营收 51.3 亿元同比+51.8%，归母净利润 12.3 亿元同比+53.7%。基础物管、业主增值、非业主增值收入分别占比 55%、35%、10%，收入结构改善。19 年在管面积+69%至 2.34 亿平米，基础物管营收+74%至 28.3 亿元。基础服务毛利率下降 2.1pc 至 25.3%，主要是由于积极承接外拓项目。

业主增值服务营收同比+68.1%至 4.85 亿元，单户 ARPU 达到 207 元，与 18 年基本持平（209 元）。非业主增值服务营收同比+24%至 18.1 亿元，其中案场物业管理收入+3.9%至 7 亿元，其他外延增值服务收入+41%至 11.1 亿元，主要是由于物业营销代理业务量增加。

20 年 3 月 17 日，中民物业收购事项由临时股东大会批准。截止 2018 年底，中民物业控股公司在管面积 1.54 亿平米，参股公司在管面积约 1 亿平米。随着中民物业及新中民物业并表，公司在管面积实现跨越式发展，收入结构大幅优化，全国布局更加均衡，并切入公建蓝海，成为全业态龙头。

我们维持 20-22 年预测 EPS 至 1.28、1.65、2.04 元，鉴于行业整体估值提升，我们上调 2021 年 PE 至 30 倍，上调目标价至 55.03 港元，维持“买入”评级。

风险提示：人工成本快速上升风险；并购整合进度不及预期；关联方依赖风险；外包质量风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	33,767	51,273	105,400	136,795	163,643
营业收入增长率	91.8%	51.8%	105.6%	29.8%	19.6%
净利润（百万元）	8,010	12,308	17,023	22,011	27,174
净利润增长率	176.5%	53.6%	38.3%	29.3%	23.5%
EPS（元）	0.60	0.92	1.28	1.65	2.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.5%	26.0%	34.2%	35.5%	35.3%
P/E	61	40	29	22	18
P/B	9	7	6	5	4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 11 日；汇率：1 港元=0.9 元

◆ 绿城服务：社区增值服务探路者，重心转向规模扩张

公司 19 年营收 85.8 亿元同比+27.9%，归母净利润 4.77 亿元同比-1.2%。排除非经常损益影响，营业利润同比+24.7%。整体毛利率+0.2pc 至 18%，管理费用率（剔除期权费用）下降 0.61pc 至 8.25%；销售费用率延续上升趋势，+0.88pc 至 1.76%，主要在于新零售、物业资产管理业务的拓展、销售人员及场地租金成本增加。

19 年基础物管营收+22.2%至 54.5 亿元。在管面积+24.6%至 2.12 亿平米。公司坚持优质服务，客户满意度连续六年蝉联第一，收缴率再创新高达到 98.1%。业主增值服务营收+46%至 19.1 亿元，受到园区产品服务及文化教育服务带动，单户 ARPU 同比+17%达到 901 元。顾问咨询服务营收+29.6%至 12.2 亿元，其中在建物业服务和管理咨询服务收入分别+25%、+54%。

社区增值方面，公司经过前期广泛探索，目前已形成较为核心的生活服务能力。园区产品服务通过社区生鲜前置仓模式，19 年已覆盖 120 个园区，疫情期间渗透率加速提升。

公司进入上市后的第二个三年战略，在增值服务能力体系初步完善的基础上，预计将更加注重规模扩张。5 月公司通过配股筹资 26.93 亿港元，用于未来潜在的并购、战略投资。

我们维持原盈利预测，因购股权行使导致股本增加，20-22 年预测 EPS 调整至 0.20、0.26、0.34 元，鉴于行业整体估值提升，我们上调 2021 年 PE 至 40 倍，上调目标价至 11.72 港元，维持“买入”评级。

风险提示：人工成本快速上升风险；教育业务持续亏损风险；外拓中标率下降风险；外包质量风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,710	8,582	10,655	13,215	16,207
营业收入增长率	30.5%	27.9%	24.2%	24.0%	22.6%
净利润（百万元）	483	477	645	848	1,084
净利润增长率	24.7%	-1.2%	35.0%	31.6%	27.8%
EPS（元）	0.15	0.15	0.20	0.26	0.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.2%	21.8%	25.9%	29.3%	31.7%
P/E	59	60	44	34	26
P/B	12	10	8	7	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 11 日；汇率：1 港元=0.9 元

◆ 永升生活服务：高质量增长，双品牌协同

公司 19 年营收 18.8 亿元同比+74.5%，归母净利润 2.2 亿元同比+122.7%。管理费用率 13.1%，较 18 年下降 2.3pc（扣除上市费用），主要由于公司调整组织架构，规模效应显现。19 年在管面积+62%至 6515 万平米，基础物管营收+60%至 10.7 亿元。基础服务毛利率提升 1.4pc 至 22.1%，主要在于毛利率相对较高的商写项目占比提升。

业主增值服务营收+143%至 4.83 亿元，主要原因在于服务家庭规模增加，产品渗透率提高。产品渗透率提升带动单户 ARPU 达到 742 元，同比+50%。毛利率下降 12pc 至 51.2%，主要是主动做出业务结构调整所致。非业主增值服务营收+54%至 3.25 亿元，主要受益于旭辉集团项目增加，其中协销服务收入占比 64%。

规模扩张坚持四轮驱动，19 年已与多家开发商建立战略合作，成立合资公司，如苏高新、瑞德集团、广纳地产等；收购青岛雅园 55%股权，进一步提升非住宅物业实力。20 年 2 月收购青岛银盛泰 50%股权，进一步提升青岛、山东地区市占率。

5 月旭辉收购永升 5%股份，并重新并表。公司品牌简称由“永升服务”调整为“旭辉永升服务”。未来旭辉与永升有望实现更大范围内协同。公司拟通过配股筹资 15.64 亿港元，以支撑进一步业务发展或投资。

我们维持 20-22 年预测 EPS 至 0.25、0.38、0.56 元，鉴于行业整体估值提升，我们上调 2021 年 PE 至 35 倍，上调目标价至 14.73 港元，维持“买入”评级。

风险提示：人工成本快速上升风险；外拓及并购进度不及预期；关联方依赖风险；外包质量风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,076	1,878	2,750	4,078	5,958
营业收入增长率	48.3%	74.5%	46.4%	48.3%	46.1%
净利润（百万元）	101	224	378	582	863
净利润增长率	31.5%	122.7%	69.0%	53.8%	48.3%
EPS（元）	0.07	0.15	0.25	0.38	0.56
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.1%	18.2%	25.0%	29.9%	33.5%
P/E	151	70	41	27	18
P/B	17	13	10	8	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 11 日；汇率：1 港元=0.9 元

◆ 新城悦服务：资源优势强化，能力圈持续拓展

公司 19 年营收 20.24 亿元同比+72.5%，归母净利润 2.82 亿元同比+85.3%。基础物管营收增速 16%，整体增速与 18 年在管面积增速（18.2%）相符，主要是由于楼盘年底集中交付。19 年在管面积+40%至 6015 万平米。交付 5 年内新项目面积占比提升 13.3pc 至 60.6%。

业主增值服务营收增速 268%，主要原因在于资产管理和拎包入住业务放量。单户 ARPU 同比+162%达到 293 元。非业主增值服务营收增速 118%，案场、验房、咨询占比分别为 77%、11%、12%。

原专业服务升级为智慧园区服务，营收增速 263%，主要在于智慧工程施工能力从住宅项目拓展至大型智慧商场。5 月收购成都诚悦时代 61.5%股权，未来外拓有望更加积极。

我们维持 20-22 年预测 EPS 至 0.51、0.73、0.98 元，鉴于行业整体估值提升，我们上调 2021 年 PE 至 32 倍，上调目标价至 26.00 港元，维持“买入”评级。

风险提示：人工成本快速上升风险；增值服务拓展不确定性风险；关联方依赖风险；外包质量风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,150	2,024	3,045	4,368	5,877
营业收入增长率	32.7%	76.0%	50.4%	43.5%	34.5%
净利润（百万元）	150	282	415	598	799
净利润增长率	104.9%	87.5%	47.2%	44.1%	33.5%
EPS（元）	0.24	0.34	0.51	0.73	0.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.3%	29.2%	35.0%	40.0%	41.8%
P/E	76	52	35	25	18
P/B	17	15	12	10	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 11 日；汇率：1 港元=0.9 元

◆ 时代邻里：深耕大湾区，培养公建物业优势

公司 19 年营收 10.8 亿元同比+55.4%，归母净利润 0.96 亿元同比+51.6%。截止 2019 年底，含市政环卫项目在内总合约面积 5804 万平米（284 个项目），总在管面积 4648 万平米（229 个项目）。

从拓展策略来看，新增关联方面积基本为住宅，新增第三方面积基本为非住宅。从并购标的类型来看，公司在非住宅领域侧重于公建物业的发展。2020 年，公司并购了广州浩晴和广州耀城，进入供电系统物业管理，在公建方面的实力进一步增强。

从增长前景来看，随着时代中国销售面积逐步结转，公司从时代中国获得的管理面积有望快速提升。公司在并购方面维持较为积极的态势，且随着区域内实力增加，未来项目中标率有望提升，带动非住宅范围扩大。

各项业务毛利率保持稳中有升，2016-2019 年，基础物业毛利率从 18.4% 提升至 25.8%，总体毛利率从 23.2% 提升至 28.2%。我们认为公司在专业能力外包方面仍有优化空间，从而带动毛利率进一步提升。

我们维持 20-22 年预测 EPS 至 0.25、0.42、0.63 元，维持 2021 年 PE 至 28 倍，维持目标价 13.12 港元，维持“买入”评级。

风险提示：人工成本快速上升风险；上市后内部管理改善进度不及预期；关联方依赖风险；外包质量风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	696	1,081	1,699	2,843	4,212
营业收入增长率	34.1%	55.4%	57.1%	67.4%	48.1%
净利润（百万元）	64	96	225	383	575
净利润增长率	88.0%	51.6%	133.3%	70.5%	50.0%
EPS（元）	0.07	0.11	0.25	0.42	0.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	80.6%	15.1%	28.5%	39.4%	45.9%
P/E	124	82	35	21	14
P/B	73	9	8	6	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 11 日；汇率：1 港元=0.9 元

4、风险分析

1) 人工成本风险。人工成本占物业服务企业营业成本比重较大，如果最低工资水平上涨过快，将导致行业利润受到挤压；

2) 增值服务拓展风险。增值服务方面，目前仍较大程度上与开发商业务相关（如案场、协销）。对于业主增值服务，尚未形成成熟的商业模式，未来存在一定的拓展风险；

3) 关联方依赖风险。部分具有开发商背景的物业服务企业中，多数在管面积来自于关联方开发商。如开发商业务受阻或改变策略，将导致物业服务企业面临较大困难；

4) 外包风险。外包成本占营业成本比重呈逐年上升趋势，如果在外包业务质量方面无法有效控制，将对物业服务企业构成风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼