

2017年11月15日

新三板/行业研究

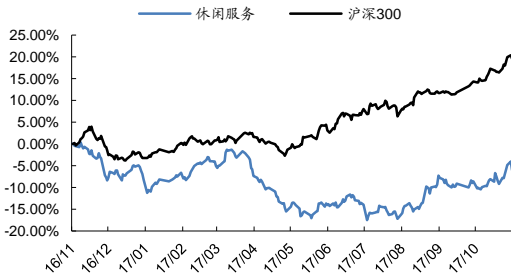
研究所

证券分析师: 张蕾 S0350516070002
021-58980267 zhangl06@ghzq.com.cn

万亿蓝海开启, 千亿市值龙头可期

——跨市场物业管理服务专题报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
休闲服务	2.8	12.1	-5.7
沪深300	4.5	11.0	19.5

相关报告

投资要点:

■ **物业服务市场前景广阔, 万亿蓝海市场值得期待。** 1) 在城镇化进程持续提高、居民收入及人均住房面积不断提升背景下, 物业服务需求有望持续提升。而政策法规的不断完善、业主委员会制度的推进以及房地产开发进入寡头时代等因素推动下, 物业管理行业正在迎来快速发展的黄金时代; 2) 基于相对保守的设定, 假设未来物业管理价格保持稳定(实际上在居民对于高品质生活需求推动下, 物业管理价格有望稳步提升), 仅依靠住宅及商业、办公面积的自然增长, 预计至2030年国内物业服务市场规模将达到1.35万亿元, 相比当前行业规模(2015年全行业收入规模6500亿元)存在2倍以上的成长空间; 3) 在这一过程中, 我们最为看好存量市场和增量市场空间最大、伴随居民消费升级有望带来更多增值服务空间的住宅物业服务市场(仅考虑当前传统物业服务, 潜在市场规模近7000亿元); 4) 而在传统物业管理之外, 和社区生活相关的增值服务及多元化业务延伸有望成为行业发展新空间, 传统物业管理公司(如绿城服务进军便利店、保利物业布局养老服务)以及部分通过商业模式创新进入社区物业服务市场的企业有望显著受益(如彩生活等)。

■ **大行业、小龙头, 业内或将出现千亿市值龙头。** 1) 我们认为行业竞争尚处于初始阶段, CR10仅为10.18%, 显著低于房地产市场和连锁零售市场集中度, 整体呈现大行业、小龙头的竞争状态; 未来一段时间内在消费升级(小区居民要求更高品质服务)、地产企业配套物管公司退出背景, 行业将会进入加速集中阶段, 拥有优秀品牌且具备持续扩张能力的龙头公司将会享受行业成长及市场份额扩张的双重成长红利。在这过程中, 具备资源优势(储备在管面积、外拓项目能力)、品牌(服务质量)优势的优质企业将会胜出; 2) 从市值空间上来看, 仅考虑住宅市场, 假设龙头公司市场份额达到10%, 对应年收入规模800亿元, 假设予以稳定状态12%的销售利润率, 以10倍PE估算, 龙头公司市值规模有望接近1000亿元。若考虑基于社区的多元化业务延伸, 市值空间将更加值得期待。

■ **投资策略: 坚决买入具备资源和品牌优势、持续扩张能力强的行业龙头, 关注区域优势企业及部分具备新商业模式的标的。** 我们认为行业处于高速发展、集中度快速提升的跑马圈地阶段, 同时考虑到物业服务的特殊性(物业公司转换成本高), 具备良好资源储备(背靠房地产开发巨头)、加速扩张(通过资本市场外延)及品牌优势(外

拓能力强)的龙头公司将持续领跑,首推绿城服务(2869.HK)、保利物业(871893.OC)、中海物业(2669.HK),同时关注新三板部分区域性优质物业服务提供商远洋亿家(837149.OC)、嘉宝股份(834962.OC)、开元物业(831971.OC)等标的,以及优质社区服务平台运营商彩生活(1778.HK)。

- **风险提示:** 1) 市场竞争风险; 2) 劳动力成本上涨风险; 3) 业务创新及转型风险; 4) 推荐公司业绩不达预期风险; 5) 上市/挂牌公司股价波动风险; 6) 新三板流动性风险。

单击此处输入文字。

内容目录

1、 多因素驱动，物业服务市场前景广阔.....	6
1.1、 房地产存量持续增长，物业管理需求扩大.....	6
1.2、 居民收入增长推高服务型家庭消费需求.....	7
1.3、 政策法规日趋完善，推动行业蓬勃发展.....	8
2、 行业空间：万亿规模的蓝海市场.....	9
2.1、 假设条件.....	9
2.2、 预测结果：潜在市场规模超过 13000 亿.....	11
2.3、 社区终端优势明显，住宅物业管理大有可为.....	12
3、 行业现状：业务创新升级，市场格局相对分散.....	13
3.1、 物业管理公司的分类.....	13
3.2、 商业模式：规模扩张和产品扩张并举为主流模式.....	13
3.3、 大行业、小龙头.....	15
4、 头部公司优势更胜，行业集中度提升趋势明显.....	16
4.1、 TOP10 和百强企业增速更高，马太效应明显.....	16
4.2、 规模化优势，龙头企业积极圈地.....	17
4.3、 业务增值化转型，进一步打开成长空间.....	20
5、 代表性公司模式和经营状况.....	22
5.1、 A/H 股上市和非上市龙头公司.....	22
5.2、 新三板龙头和代表性公司.....	24
6、 投资建议：千亿市值龙头可期，推荐具备资源、品牌及扩张能力的龙头公司.....	29
7、 风险提示.....	30

图表目录

图 1: 中国城镇人口数和城市化率	6
图 2: 2007 年以来我国房屋竣工和商品房销售面积增长情况	6
图 3: 我国城市人均住房建筑面积	7
图 4: 2009-2016 年上市房企销售毛利率和净利率走势	7
图 5: 2007 年以来我国人均 GDP 和城镇居民人均可支配收入增长	7
图 6: 发达国家人均 GDP 和服务消费需求关系	7
图 7: 2015 年末各国城镇化率比较 (%)	10
图 8: 中国和美国人均商业面积对比 (平米)	10
图 9: 用户全生命周期需求和物业管理公司转型和业务延伸方向	12
图 10: O2O 生活服务产业结构图	13
图 11: 2011-2020 年我国社区 O2O 市场规模及增速 (亿元、%)	13
图 12: 代表性物业管理公司 2016 年收入构成比较 (万元)	14
图 13: 物业服务公司扩张模式分析	15
图 14: 2014-2015 年百强企业管理面积分层级情况	16
图 15: 2013-2016 年 TOP10 企业及百强企业市场占有率情况	16
图 16: 2012-2015 年全国物业管理企业百强和 TOP10 营业在管面积和市场份额的增速 (%)	16
图 17: 2016 年百强企业分层级营业收入均值增长率 (%)	16
图 18: 2014-2016 年新三板挂牌物业管理企业收入、利润复合增速比较 (%)	17
图 19: 龙头物业公司地产母公司项目来源占比 (%)	18
图 20: 龙头地产公司土地储备 (万平方米)	18
图 21: 代表物业管理公司的资金实力和现金流比较	19
图 22: 万科“睿”服务	19
图 23: 绿城“慧服务”和“绿联盟”	19
图 24: 彩生活平台输出——彩管家 (To B)	20
图 25: 彩生活平台服务面积和注册用户数量	20
图 26: 2014-2015 年百强企业物业服务费标准	20
图 27: 物业管理全行业 ROE 和销售利润率均值	20
图 28: 2014-2015 年百强企业成本构成	21
图 29: 2015 年百强企业物业服务分业务收入和利润率	21
图 30: 物业企业利润率提升途径分析	21
图 31: 万科物业管理业务收入、毛利情况	22
图 32: 中海物业收入、利润情况	23
图 33: 中海物业收入结构	23
图 34: 绿城服务收入、利润情况	23
图 35: 绿城服务收入结构、分业务毛利率	23
图 36: 彩生活收入、利润情况 (万元、%)	24
图 37: 彩生活收入结构、分业务毛利率 (万元、%)	24
图 38: 58 家新三板物业管理企业 2016 年收入、利润分布 (万元)	25
图 39: 新三板挂牌物业管理企业 2014-2016 年收入、利润复合增速分布 (%)	25
图 40: 保利物业产品服务体系	26
图 41: 保利物业收入、利润情况 (万元、%)	26
图 42: 保利物业收入结构 (万元、%)	26
图 43: 远洋亿家收入、利润情况 (万元、%)	27
图 44: 远洋亿家收入结构 (万元、%)	27

图 45: 嘉宝股份收入、利润情况 (万元、%)	28
图 46: 嘉宝股份收入结构 (万元、%)	28
图 47: 开元物业收入、利润情况 (万元、%)	28
图 48: 开元物业产品体系	28
表 1: 我国物业管理行业发展历程	8
表 2: 2011 年以来房企分拆物业独立上市情况	9
表 3: 我国人口预期发展目标 (2016-2030)	10
表 4: 从城镇人口长期需求角度计算的未来新增住房面积空间 (亿平米)	10
表 5: 物业服务费假设 (元/月*平米)	11
表 6: 我国物业管理行业规模潜在空间测算结果	11
表 7: 包干制、酬金制比较 (以上市公司为例)	14
表 8: 近期物业管理公司兼并收购案例	18
表 9: 远洋亿家 2017 年以来收购兼并项目进展	27
表 10: 嘉宝股份 2017 年以来收购兼并项目进展	28
表 11: 代表企业经营情况比较	31

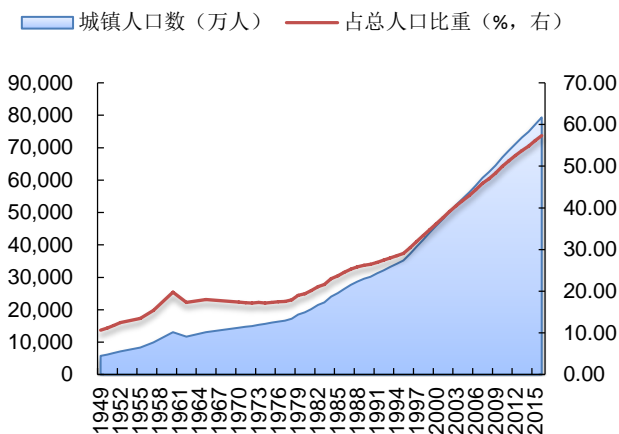
1、多因素驱动，物业服务市场前景广阔

1.1、房地产存量持续增长，物业管理需求扩大

随着我国城市化进程发展，城镇人口数不断增加，占总人口比 2016 年达到 57%，2007 年以来每年房屋竣工面积和商品房销售面积分别以 6.7%、9.8% 的复合增速增长，不断增长的城镇人口数量和存量房面积对居住环境和城市管理水平的要求也越高。房屋作为耐用消费品，现有的房龄结构的逐渐老化，需要对其进行长期的保养和管理维护。

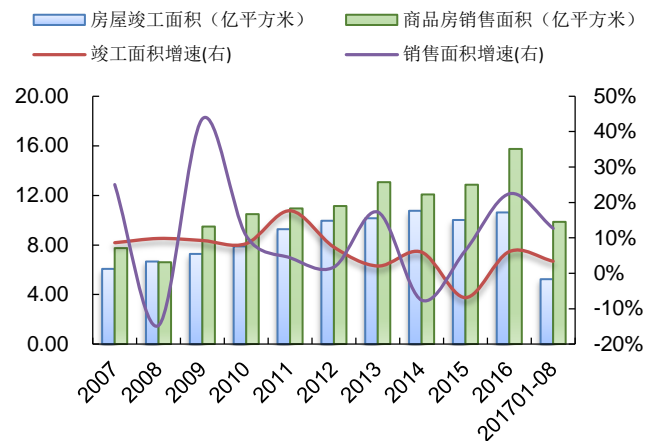
顺应市场需求，物业管理行业应运而生，其以业主和使用人为服务对象，提供建筑和共用设施设备维护保养、环境和绿化管理、社区综合性服务等现代房屋管理服务。

图 1：中国城镇人口数和城市化率



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

图 2：2007 年以来我国房屋竣工和商品房销售面积增长情况

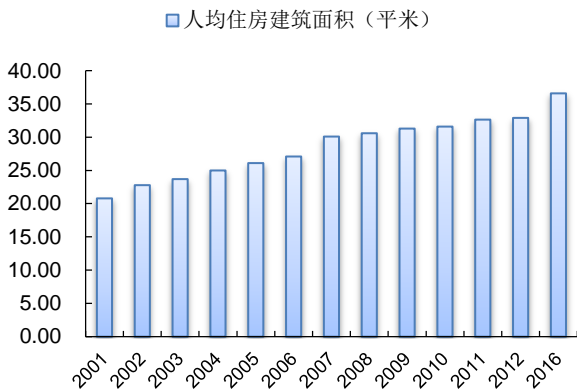


资料来源：国家统计局，国海证券研究所

2016 年，我国城市人均住房建筑面积 36.6 平米，城乡人均水平达到 40.8 平米，目前相比美国人均住房建筑面积较低，但高于日韩，和意大利、法国、德国等发达国家水平相当。人均住房面积的不断增长，使得新增住房购买需求增速放缓。

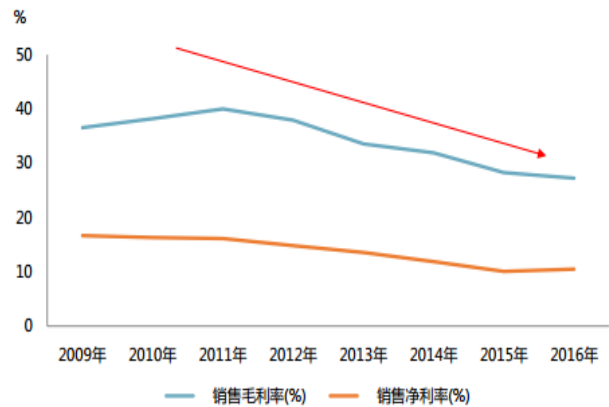
同时，宏观经济环境变化和国家对房地产市场的调控，也使得新房销售和建设的增速受到影响，从而对房地产企业的利润产生影响，图 2 可以看出近 10 年来商品房销售增速的不稳定性。图 4 反映出房地产企业利润率的下滑趋势，房企不得不依靠提升负债率的方式来维持资产回报的风险暴露。在此背景下，有着较高利润的房地产服务市场成为未来的发展重点，物业管理具备稳定、高频、刚性消费需求属性，市场潜力很大。

图 3: 我国城市人均住房建筑面积



资料来源: 国家统计局, 国海证券研究所

图 4: 2009-2016 年上市房企销售毛利率和净利率走势



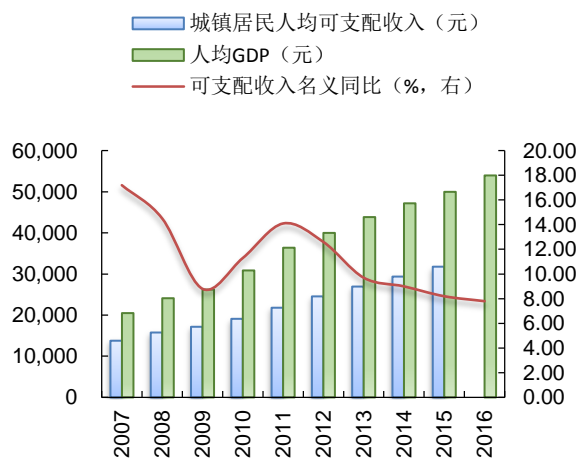
资料来源: 同策咨询, 国海证券研究所

1.2、居民收入增长推高服务型家庭消费需求

根据发达国家经验, 人均 GDP 水平超过 3000 美元时, 居民消费结构将发生转变, 服务性消费占比提升, 耐用消费品需求增速放缓。2016 年我国人均 GDP 达 53980 元人民币, 按当年平均汇率水平计算相当于大约 8120 美元。

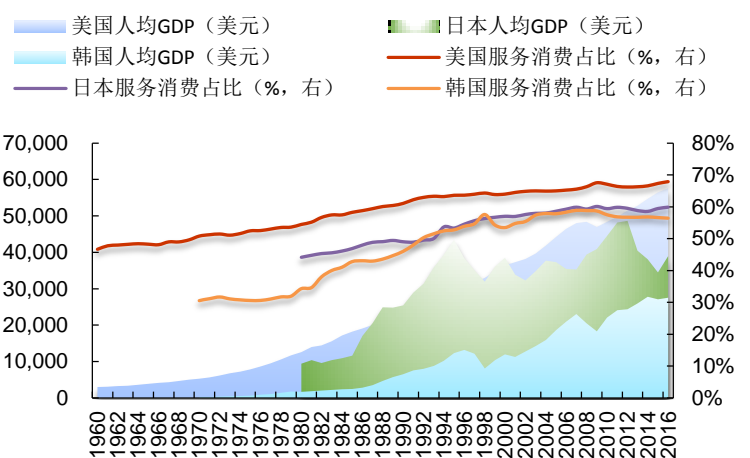
我国城镇居民人均可支配收入 2007-2015 年复合增速高达 11%, 到 2015 年绝对水平达到 31790 元人民币, 随着我国迈入消费升级时代, 居民消费将更加注重品质和服务体验, 品质生活将逐渐成为必需品。住房品质一方面体现为面积需求, 另一方面则体现为社区服务品质需求, 随着人均住房面积的增加和收入增加所带来的耐用消费品需求增速放缓, 对社区服务品质将越来越注重。

图 5: 2007 年以来我国人均 GDP 和城镇居民人均可支配收入增长



资料来源: 国家统计局, 国海证券研究所

图 6: 发达国家人均 GDP 和服务消费需求关系



资料来源: 世界银行、韩国央行、美国经济分析局, 国海证券研究所

1.3、政策法规日趋完善，推动行业蓬勃发展

我国物业管理作为市场化运营形式于 20 世纪 80 年代才由香港地区引入，相对于国外一百多年的历史，在国内还属于较为新兴的行业。我国物业首先发端于沿海发达城市再逐渐向内陆地区延伸，其中深圳是我国物业管理的发源地。

在国家政府部门的推动下，组织机构日渐完善、法律法规逐渐健全、定价和税收制度的改革等等，共同为我国物业管理服务行业的发展提供了良好的环境。其中，物业服务定价由政府指导定价改革为物业服务合同定价，重新规定住房专项维修基金、代收费用免征营业税等很好的促进了整个行业的市场化发展。

表 1：我国物业管理行业发展历程

阶段	时间	代表性法规条例和事件
诞生	1981.3	深圳物业管理公司正式成立，为深圳市第一家涉外商品房管理专业公司，标准着我国国内物业管理行业的诞生。
	1993.6	深圳市物业管理行业协会成立
	1994	(1) 深圳市颁布《深圳经济特区住宅物业管理条例》。 (2) 同年 4 月，建设部颁布《城市新建住宅小区管理办法》，规定“住宅小区应当逐步推行社会化、专业化的管理模式，由物业管理公司统一实施专业化管理”，为我国物业管理体制建立提供法规依据。
推进	1996.2	《关于深入住房制度改革的决定》出台，提出“改革现行的城镇住房管理体制，发展多种所有制形式的物业管理和社会化的房屋维修、管理服务”
	1998.7	国务院《关于进一步深化城镇住房制度改革、加快住房建设的通知》，1998 年全国物业管理企业 12000 余家，从业人员达到近 200 万。
确立地位和大力发展	2001	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》提出关于规范发展物业管理行业的重要精神，指出物业管理行业发展方向，明确以往计划经济下房屋管理彻底走向社会化、市场化和专业化的改革道路
	2003	国务院会议通过《物业管理条例》，成为新时期物业管理行业的纲领性文件，标志物业管理的法制法规建设的完善。
	2004	《物业服务收费管理办法》，物业服务费不再由政府物价部门审批、备案，改以《物业服务合同》的约定为准。
	2007	国家发改委、建设部颁布《物业服务定价成本监审办法》 《中华人民共和国物权法》实施
	2012	国务院印发《服务业发展“十二五”规划》，指出“建立和完善旧住宅区推行物业管理的长效机制，探索建立物业管理保障机制……提高旧住宅区物业服务覆盖率……”
	2014	国家发改委《关于放开部分服务价格意见的通知》，要求放开非保障性住房物业服务和住宅小区停车服务价格
2016	住建部《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》，“以推进新型城镇化战略为契机，进一步扩大物业管理覆盖面……健全物业服务市场机制，完善价格机制，改善税收政策……转变物业服务发展方式，创新商业模式，提升物业服务智能化、网络化水平……”、“个人住房公积金允许提取用于支付自住住房物业费”	

资料来源：百度文库、中国物业管理协会，国海证券研究所

此外，资本市场的改革和完善，尤其是新三板的扩容、地方股权交易中心等的建立，为物业管理企业提供资本化和融资平台，为企业规模性扩张及兼并收购提供资本支持，促成行业进入快速发展的新格局。

表 2: 2011 年以来房企分拆物业独立上市情况

房地产企业	分拆物业	上市市场	上市时间	当前市值
花样年集团	彩生活	港交所	2014-06-30	48.2 亿港元
中海地产	中海物业	港交所	2015-10-23	60.8 亿港元
绿城集团	绿城服务	港交所	2016-07-12	149.4 亿港元
四川蓝光发展	嘉宝股份	新三板	2015-12-17	25.9 亿人民币
协信地产	天骄股份	新三板	2016-01-28	协议转让
远洋集团	远洋亿家	新三板	2016-05-09	协议转让
雅居乐	雅生活	港交所	未上市	
碧桂园集团	碧桂园物业	IPO 审核中	未上市	
万科股份	万科物业	非上市	未上市	
旭辉集团	永升物业	新三板 (IPO 上市辅导)	2017-4-14	协议转让

注: 表中估值为 2017/11/10 相关市场和交易所收盘数据。资料来源: 相关公司公告、官方网站, 国海证券研究所

2、行业空间: 万亿规模的蓝海市场

2.1、假设条件

根据中国产业信息网发布的《2017 年中国物业管理市场规模预测及行业发展趋势》，2015 年全国物业管理面积 174.5 亿平米，住宅、办公、商业、公共和其它分别占比 77.7%、2.64%、10.39%、9.27%，可计算得出几种物业类型的管理面积分别为 135.6 亿平米、4.6 亿平米、18.1 亿平米、16.2 亿平米。

1) 量。根据国务院印发的《国家人口发展规划 (2016-2030)》，我国常住人口城镇化率 2015 年末达到 56.1%，和世界主要发达国家水平相比仍有较大的提升空间，随着城市化进程的推进和城镇人口数量的增加，住宅需求、商业、办公及公共物业需求也随之增加。

其中，住宅方面，我国城市人均住宅面积 36.6 平米，距离代表性发达国家水平 40 平米具有 3.4 平米/人的改善性需求空间，在预测模型中考虑现有城镇人口人均居住面积提升的改善性需求和潜在新增城镇人口住宅面积需求。商业设施方面，当前我国人均商业设施面积相对发达国家而言还很低，随着居民消费需求的增加和消费升级推进，对商业设施的需求也将增加，我们参考美国 2010 年人均商业面积 4.7 平米，估算到 2030 年全国城镇人口对商业设施总的需求量。

此外，以上两种物业形式在 2015 年合计占比接近 88%，我们假设这一比例可以持续保持稳定。办公楼方面，和我国第三产业 GDP 规模及就业人数呈正相关，我们假设办公楼及公共物业占比维持 12% 不变。

表 3: 我国人口预期发展目标 (2016-2030)

	2015 年	2020 年	2030 年
全国总人口 (亿人)	13.75	14.2	14.5
常住人口城镇化率 (%)	56.1	60	70
常住城镇人口数 (亿人)	7.71	8.52	10.15

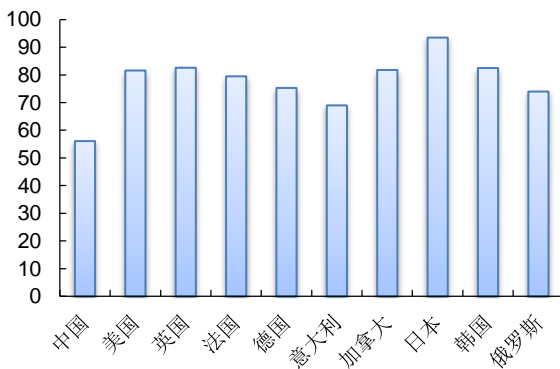
资料来源: 国务院《国家人口发展规划 (2016-2030)》, 国海证券研究所

表 4: 从城镇人口长期需求角度计算的未来新增住房面积空间 (亿平米)

住宅物业面积需求空间预测		商业物业面积需求空间预测	
2015 年末全国总人口数 (亿人)	13.75	2010 年美国人均商业面积 (平米)	4.7
2015 年末城镇化率 (%)	56.1%	2015 年末全国城镇人口总数 (亿人)	7.71
2030 年常住人口城镇化率目标值 (%)	70%	对标美国, 2015 年末我国现有城镇人口商业物业潜在需求面积 (亿平米)	36.24
2015 年末全国城镇人口总数 (亿人)	7.71		
2030 年全国总人口数 (亿人)	14.5	2030 年我国常住城镇人口潜在数 (亿人)	10.15
2015 年后城镇人口数量潜在增加 (亿人)	2.44	潜在增加城镇人口商业物业需求面积 (亿平米)	11.47
我国城市人均住宅面积 (平米)	36.6	对标美国, 并考虑潜在增加城镇人口的商业需求总面积 (亿平米)	47.71
人均住宅面积达到 40 平方米的改善型需求 (亿平米)	26.2		
潜在增加城镇人口住房需求面积 (亿平米)	97.6	2015 年末我国商业物业管理面积 (亿平米)	18.1
2015 年以后考虑人口潜在增长和改善性需求因素的城镇住房新增需求面积 (亿平米)	123.8	2015 年后考虑人口潜在增长因素的城镇商业面积新增需求 (亿平米)	29.61

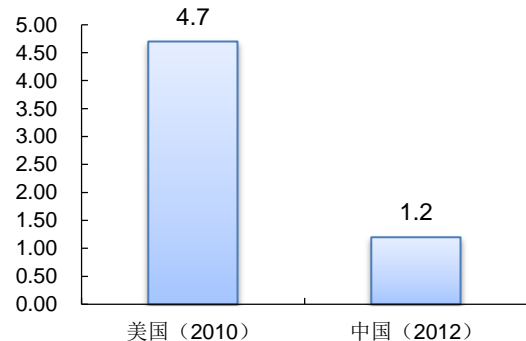
注: 由于存量房屋数据的可获得性问题, 表中用 2015 年末商业物业管理面积近似替代存量面积进行预测。资料来源: Wind 资讯、国务院《国家人口发展规划 (2016-2030)》、联合国, 国海证券研究所

图 7: 2015 年末各国城镇化率比较 (%)



资料来源: 联合国, 国海证券研究所

图 8: 中国和美国人均商业面积对比 (平米)



资料来源: 中为咨询, 国海证券研究所

2) 价。根据中国产业信息网《2017 年中国物业管理市场规模预测及行业发展趋

势》报告数据，2015 年百强物业均价分别为住宅 2.24 元/月*平米、办公 7.89 元/月*平米、商业 6.96 元/月*平米、公共及其它 4.28 元/月*平米。根据 wind 数据，我国住宅物业服务均价大约 0.94 元/月*平米，假设未来居民住宅小区采用服务品质优异的物业公司管理（百强），我们对价格的假设特采用百强物业服务费均价，主要为考虑消费升级这一因素在内。

因物业管理服务费均价的变化和市场规模变化的同步性较难预测，我们假设维持当前物业费均价不变进行估算。而实际上我国 CPI（服务）近 10 年的平均同比增速为 2%，当前物业服务价格也理应存在一定的提升空间。

表 5: 物业服务费假设（元/月*平米）

指标	住宅	办公	商业	公共和其它
2015 年百强物业服务费均价（元/月*平米）	2.24	7.89	6.96	4.28

资料来源：中国产业信息网《2017 年中国物业管理市场规模预测及行业发展趋势》，国海证券研究所

2.2、预测结果：潜在市场规模超过 13000 亿

根据 2.1 中的假设条件，在不考虑物业管理费涨价因素的情况下，按照当前国务院的人口发展规划目标，估算出我国物业管理服务行业 2030 年的潜在市场规模将超过 13525 亿元人民币。中国指数研究院报告显示，2015 年行业整体营业收入水平 6500 亿人民币，因此到 2030 年行业整体规模还有至少 2 倍的空间。

实际上，我国物业管理服务行业发展相对于发达国家来说尚处于早期阶段，物业服务的水平和附加值相对较低，因此物业服务价格（尤其是住宅）也相对较低，随着政策的鼓励、物业服务市场化程度的推进，以及居民消费升级所带来的优质物业管理公司市场份额的提升，行业整体价格因素将呈上升趋势。同时，家政、餐饮、养老、教育、文化娱乐等高附加值的社区服务在整体服务中占比将更高，届时也会体现在物业服务价格的提升或者物业管理公司整体收入的大幅提升上，因此行业潜在市场规模预计会更大。

表 6: 我国物业管理行业规模潜在空间测算结果

指标	住宅	办公	商业	公共和其它	合计
2015 年末物业管理总面积（亿平米）	135.6	4.6	18.1	16.2	174.5
新增面积（亿平米）	123.8	5.2	29.6	15.7	174.3
总面积（亿平米）	259.4	9.8	47.7	31.9	348.8
不考虑涨价因素单价（元/月*平米）	2.24	7.89	6.96	4.28	
市场规模（亿元/月）	581	78	332	136	1127
市场规模（亿元/年）	6973	931	3984	1638	13525

注：参考 2015 年数据，假设 2030 年办公和公共及其它面积占比 12%，其中办公 3%、公共及其它占比 9%。资料来源：中国产业信息网《2017 年中国物业管理市场规模预测及行业发展趋势》，国海证券研究所

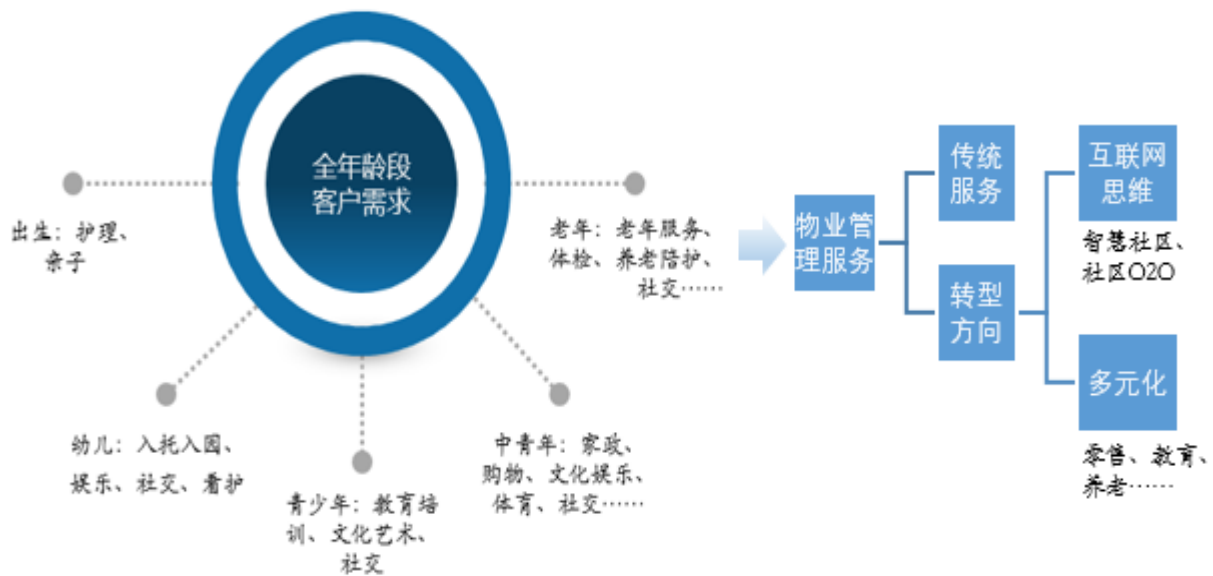
2.3、社区终端优势明显，住宅物业管理大有可为

从不同的物业种类来看，1) 管理面积占比最高的是住宅；2) 住宅是房地产增量市场的主力军，2015 年全国住宅竣工面积占全国房屋竣工总面积的 73%，物业管理未来的增长主要来自于全国增量房地产市场，因此住宅物业管理也是潜在空间最大的细分市场；3) 针对住宅的物业管理服务直接面向 C 端市场，和客户日常生活紧密联系，与当前中国消费主力群体距离最近，这个群体消费升级需求旺盛，物业服务公司可提供高附加值服务空间也最大，而增值服务恰好是未来物业管理公司业务转型升级的重点业务。

另一个方面来看，直接面向 C 端的住宅物业服务，这些用户群体的消费特征是高**频、稳定、客户忠诚度高、转换成本高**（难以因个人意愿随意更换物业管理公司）等特征。资源、资本实力雄厚和品牌成熟、外拓项目能力强的物业公司在管项目和服务客户数量可迅速增长，可以**低成本、甚至无成本获得数量规模庞大的、有效线下用户**，针对各年龄段生活服务需求，实现深入到多种生活场景下的用户价值变现，在当前线上用户获取成本越来越高的背景下，这一线下入口将成为极具价值的 **B 端平台**。《国民经济与社会发展统计公报》数据显示，2015 年中国社区商业占社会消费品零售总额的 30%，到 2020 年这一比例将达到 40%。

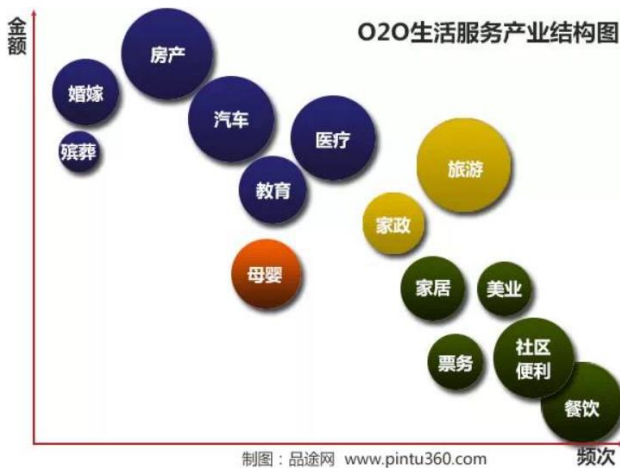
一个典型的例子，社区经济的兴起，行业百强的兼并收购以住宅物业管理项目为主，充分说明管理住宅物业的价值进一步凸显，也是行业集中度和竞争格局重塑的主要战场。

图 9：用户全生命周期需求和物业管理公司转型和业务延伸方向



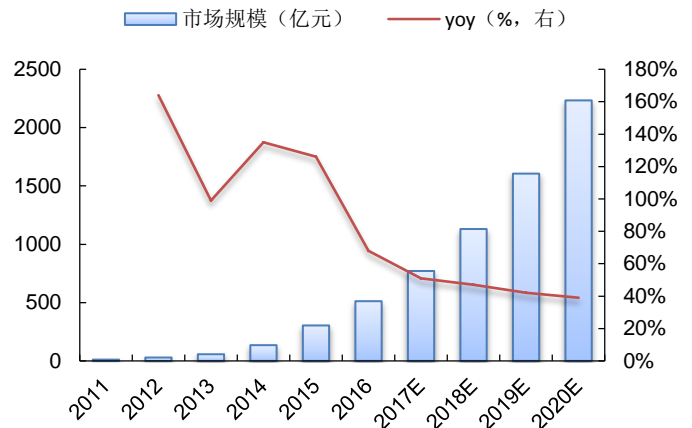
资料来源：国海证券研究所整理绘制

图 10: O2O 生活服务产业结构图



资料来源：品途网，国海证券研究所

图 11: 2011-2020 年我国社区 O2O 市场规模及增速 (亿元、%)



资料来源：罗兰贝格，国海证券研究所

3、行业现状：业务创新升级，市场格局相对分散

3.1、物业管理公司的分类

目前我国物业管理公司主要分为两大类：第一类是依托大型房企的物业管理公司，是当初地产开发的伴生业务，他们在资源和品牌上具备明显优势，成长为目前物业管理细分行业先锋，如万科物业（非上市）、碧桂园物业（拟上市）、中海物业（2669.HK）、绿城服务（2869.HK）、保利物业（871893.OC）等等。

另一类为独立的物业管理公司，这类公司没有母公司资源和品牌支持，主要靠专业化、优质的服务水平、口碑及良好的信誉度取胜，如中奥到家（1538.HK）。随着房地产市场的精细分工，很多地产公司出于对利润空间、投入等因素的考虑逐渐退出房企对旗下物业项目的管理工作，聘请专业的物业管理公司来服务。小区业委会的成立也给予业主对物业管理公司的更多自主选择权，给优质的独立的物业管理公司带来了发展机遇。

3.2、商业模式：规模扩张和产品扩张并举为主流模式

3.2.1、收入模式和盈利模式

当前，物业管理公司的收入主要包含三类，国内物业管理公司目前的主要收入来源为 1) 和 2)：

1) 公共性服务费收入，即物业管理费。根据国家发改委、建设部发布的《关于印发物业服务收费管理暂行办法的通知》，规定业主与物业管理企业可以采取包干制或者酬金制等形式约定物业服务费用。

根据中国物业管理协会发布的《2015 物业服务企业发展报告》，在 360 家样本物业服务企业管理的 30322 个物业管理项目中，包干制收费模式占比 86%，酬金制收费模式占比 14%。

表 7: 包干制、酬金制比较 (以上市公司为例)

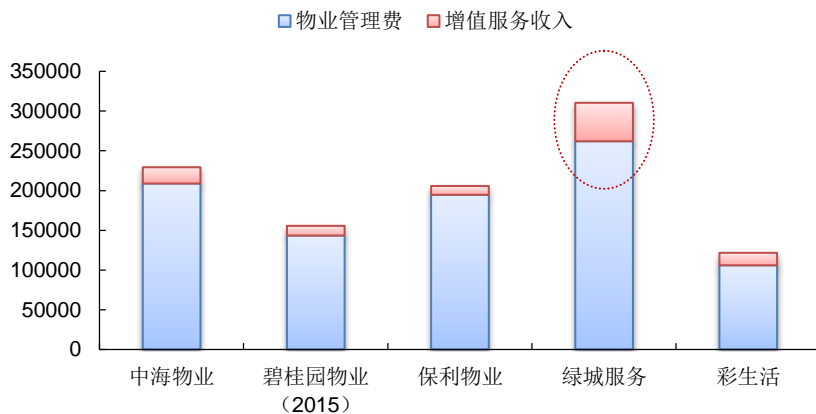
合同类型	收入模式	代表公司 (以上市/拟上市公司为例)	毛利率	每平方米 贡献收入 (元)	每平方米 贡献毛利 (元)
包干制	物业管理企业向业主收取固定物业服务费用, 盈余或者亏损均由物业管理企业享有或者承担	中海物业	19.9%	/	/
		保利物业	19.6%	22.58	4.42
酬金制	物业管理企业按物业服务协议约定比例或者约定数额提取酬金, 其余用于合同约定的物业服务支出, 结余或不足均有业主享有或者承担。	中海物业	100%	/	/
		保利物业	100%	3.40	3.40

资料来源: 根据中海物业、保利物业 2016 年年报披露数据计算得出, 国海证券研究所

2) 综合性多种经营收入。包括媒体资源经营、场地经营、经营性物业及其它业务, 媒体资源经营指框架、电子屏、宣传栏、电梯等媒体资源的开发经营, 场地经营包括临时摆摊、固定区域长期设点经营 (物流柜、饮水机等), 经营性物业包括仓库、门面经营、球场、会所等娱乐设施经营管理。

3) 增值服务收入, 即物业公司提供有偿服务经营。包括家政、房屋中介、装修家居、维修、小孩接送、商务服务等等。

图 12: 代表性物业管理公司 2016 年收入构成比较 (万元)



注: 我们认为绿城服务的咨询顾问费为前期物业管理服务费收入, 故保守估算本图中未将其归入增值服务。资料来源: 相关公司公告, 国海证券研究所

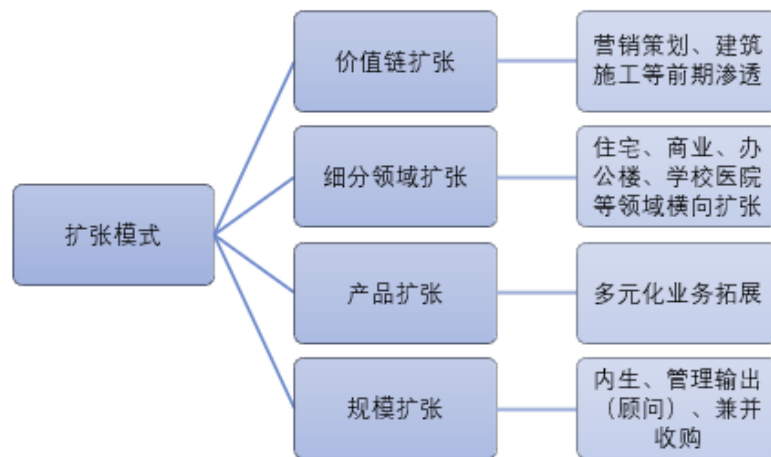
3.2.2、扩张模式

物业管理服务扩张模式包含价值链扩张、细分市场扩张、产品扩张和规模扩张几个方面:

价值链扩张，物业管理处于房地产开发价值链末端，可朝前期的营销策划、建筑施工、规划设计等价值环节渗透，通过对建筑开发商进行管理分享的模式提前进入前期物业管理服务阶段，对品牌的塑造和客户的开发起到很大作用，代表企业龙湖物业、绿城服务；**细分市场扩张**，指在住宅、商业、办公楼、公共或其他几个领域内跨界扩张，代表企业嘉宝股份（住宅、商业、办公等）、开元物业（住宅、旅游酒店）。

产品扩张，即物业管理公司进行多元化业务转型，从传统物业管理服务往提升家政、社区服务等增值服务占比转型是主要的扩张方向之一，也包含跨领域业务拓展，代表企业绿城服务（教育、社区零售）、彩生活（社区零售等）、保利物业（养老）等；**规模扩张**，即管理面积的拓展，包括通过背靠地产商或者外拓项目来扩大在管面积、管理输出或顾问方式扩张、兼并收购方式获得被并购方的管理小区物业管理收费权等方式。目前主流物业管理公司较为常见的是产品扩张和规模扩张。

图 13: 物业服务公司扩张模式分析



资料来源：赛普咨询，国海证券研究所

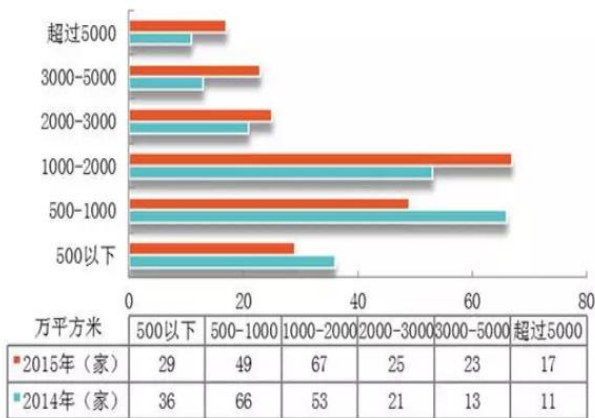
3.3、大行业、小龙头

根据中国物业管理协会数据，2015 年全国物业管理企业在管总面积 175 亿平方米，2014 年底全国物业管理行业从业人员数量超过 710 万人，截止 2014 年底，全国共有物业管理公司 10.5 万家，其中拥有国家物业服务企业一级资质的超过 1000 家。

TOP100 物业管理企业 2016 年底在管总面积 54.5 亿平方米，占全国物业管理总面积的 29%，TOP10 企业市场在管总面积 18.8 亿平方米，市场占有率大约 10.2%，10.2%的 CR10 相比房地产市场和连锁零售市场来看较为分散。

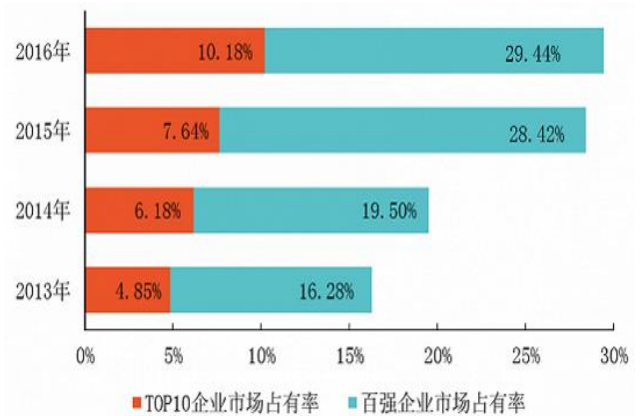
从收入规模来看，中指数据显示行业 2015 年物业管理服务总收入 6500 亿元人民币，万科物业、保利物业、碧桂园物业、绿城物业收入分别为 29.7 亿、19.4 亿、16.7 亿、29.2 亿，占全国物业管理总收入比例大约 0.46%、0.3%、0.26%、0.45%，龙头企业收入规模相比行业来说还很小，呈现“大行业、小龙头”现象。

图 14: 2014-2015 年百强企业管理面积分层级情况



资料来源: 中国指数研究院, 国海证券研究所

图 15: 2013-2016 年 TOP10 企业及百强企业市场占有率情况



资料来源: 中国指数研究院, 国海证券研究所

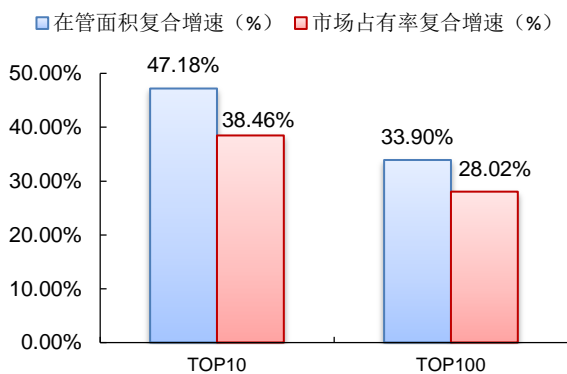
4、头部公司优势更胜，行业集中度提升趋势明显

4.1、TOP10 和百强企业增速更高，马太效应明显

2015 年百强物业管理企业平均在管面积 2361 万平方米，较 2012 年复合增速 33.9%，远高于全国物业管理企业在管面积同期复合增速 6.7%的水平。根据智研咨询发布的《2017-2022 年中国物业管理行业发展趋势及投资战略研究报告》，TOP10 企业在管面积 2012-2015 年复合增速 47.2%，远高于百强企业的 33.9%，也就是说在管面积增速 TOP10>百强>行业整体。

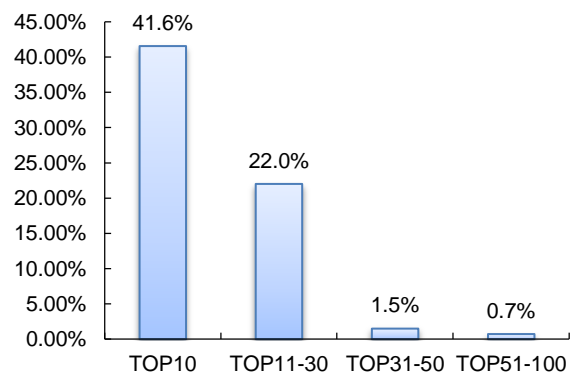
从营业收入指标看，2016 年 TOP10 企业平均营收增速 41.6%，从图 17 可看出高于百强企业平均增速，而中指研究数据表明当年行业平均营收的增速为 16%，因此营收增速 TOP10>百强>行业整体。

图 16: 2012-2015 年全国物业管理企业百强和 TOP10 营业在管面积和市场份额的增速 (%)



资料来源: 中国产业信息网《2017 年中国物业管理市场规模预测及行业发展趋势》，国海证券研究所

图 17: 2016 年百强企业分层级营业收入均值增长率 (%)



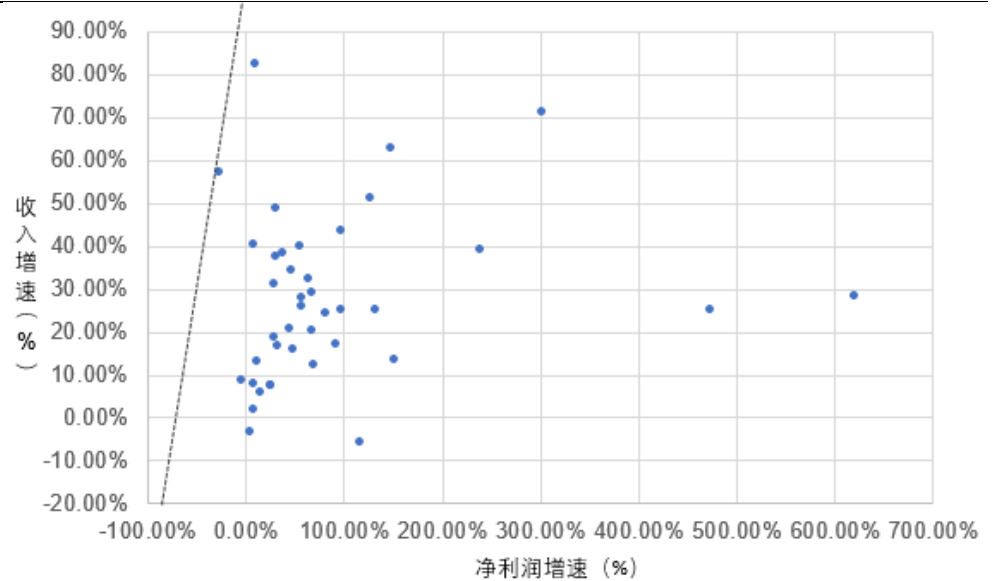
资料来源: 中国报告网《2017-2022 年中国物业管理市场运营现状及发展机会分析报告》，国海证券研究所

4.2、规模化优势，龙头企业积极圈地

2015 年百强企业实现营收共 1135.6 亿元、净利润 82.26 亿元，分别同比增长 27.2%、49.0%，百强企业的利润增速高于营收增速。而中国物业管理协会公布数据显示，2015 年百强企业营业成本率较 2014 年下降 7.3 个百分点，而 TOP10 企业通过高新技术的使用使其成本率较百强企业更低。

另一个例子，比较 2014-2016 年新三板挂牌企业收入和利润增速，大部分企业的利润增速也高于收入增速，新三板挂牌企业为中小企业中较为优质的代表，表明龙头企业规模化效应逐渐显现。

图 18：2014-2016 年新三板挂牌物业管理企业收入、利润复合增速比较 (%)



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

4.2.1、借助龙头地产公司资源和自身品牌影响力向外扩张

大部分龙头物业管理企业有地产开发商股东或者集团背景，依靠地产公司开发物业为未来积累丰富的储备项目资源，实现在管面积和物业管理费收入的稳定增长。一个典型的例子，万科物业管理收入 2016 年高达 42.6 亿，作为当前收入规模最大的物业服务公司龙头在 2011-2016 年期间仍然保持着 49% 的高复合增长率。

个别物业管理品牌成熟、影响力较强的公司已可独立于地产公司获得较多的外部管理项目，典型代表的为绿城服务。2013-2015 年来自绿城中国的在管项目面积占比分别为 27%、25%、22%，不同于同规模竞争对手的地方在于绿城物业的外部项目占比很高，公司中报公告 2017 年 6 月底绿城物业的合同储备管理面积 1.35 亿平米。

图 19: 龙头物业公司地产母公司项目来源占比 (%)

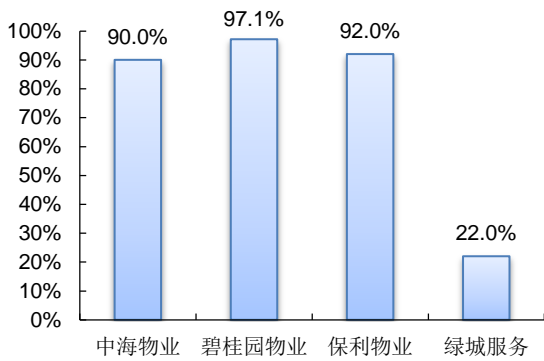
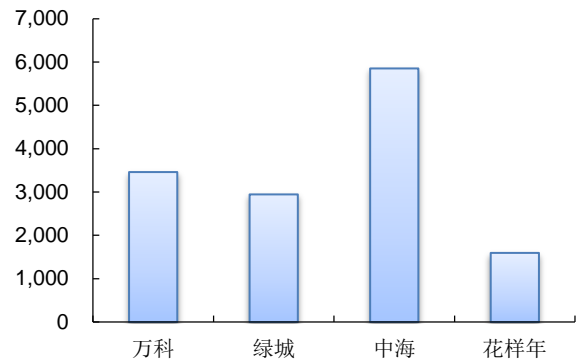


图 20: 龙头地产公司土地储备 (万平方米)



资料来源: 各公司招股书, 国海证券研究所

注: 图中数据为截止 2017.6 各公司土地储备总建筑面积。资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

4.2.2、借助资本力量的兼并收购

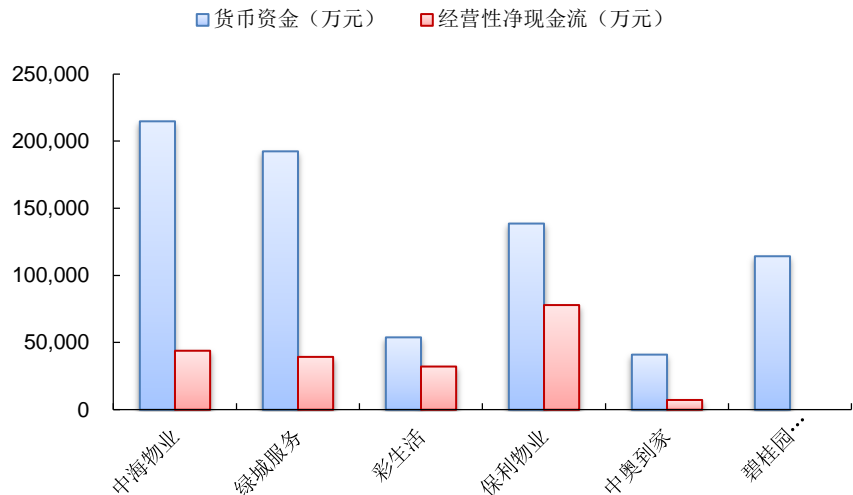
龙头企业在流程管理精细化、标准化服务和多元化服务等方面率先取得进展, 获得了较好的客户忠诚度和业务粘性, 在自身物业管理服务业务稳步增长的同时, 借助母公司支持或者资本市场的力量获取资金、兼并收购中小物业公司 and 中小地产商的物业公司, 或者战略上倾向于专注地产业务、逐步退出物业管理服务业务的品牌地产商 (如绿地地产), 实现外延快速扩张, 行业集中度不断提升。

表 8: 近期物业管理公司兼并收购案例

收购方	被收购方	时间	收购价	备注
彩生活	香港世纪物业	2015.2	n.a	n.a
中海物业	中海宏洋物业	2015.5	5000 万元	100%股权
一卡通	亿城物业	2015.6	2174 万元	100%股权
彩生活	开元国际物业	2015.6	3.3 亿元	100%股权
万科物业	卓宏物业、北京佰嘉物业	2015.6	n.a	n.a
第一物业	西安盛领博兴物业	2015.9	300 万元	100%股权
万科物业	东莞卓圣物业	2015.11	n.a	n.a
花样年	万达物业	2016.8	20 亿元	99%股权
绿城服务	浙元物业	2016.8	227.56 万元	40%股权
雅居乐	绿地物业	2017.6	10 亿元	100%股权
开元物业	无锡金昌物业	2017.8	2352 万元	49%股权
远洋亿家	北京凯莱物业	2017.9	2150 万元	82.8%股权
嘉宝股份	杭州绿宇物业	2017.9	6000 万元	76%股权

资料来源: 相关公司公告、中国产业信息网《2017 年中国物业管理市场规模预测及行业发展趋势》, 国海证券研究所

图 21: 代表物业管理公司的资金实力和现金流比较



注: 图中货币资金为截止 2017.06 规模, 经营性净现金流为 2016 年全年规模, 其中碧桂园物业为 2016.3 底数据。资料来源: 各公司公告, 国海证券研究所

4.2.3、平台输出轻资产模式

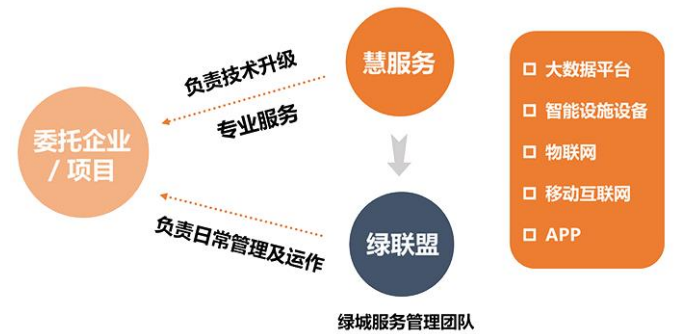
利用自身品牌影响力对中小物业公司进行品牌和管理平台输出的模式, 实现服务面积的增长, 也是物业管理公司快速获取管理面积和终端用户的一个方式。例如, 万科“睿服务”、绿城的“慧服务”和“绿联盟”。

图 22: 万科“睿”服务



资料来源: 易观国际, 国海证券研究所

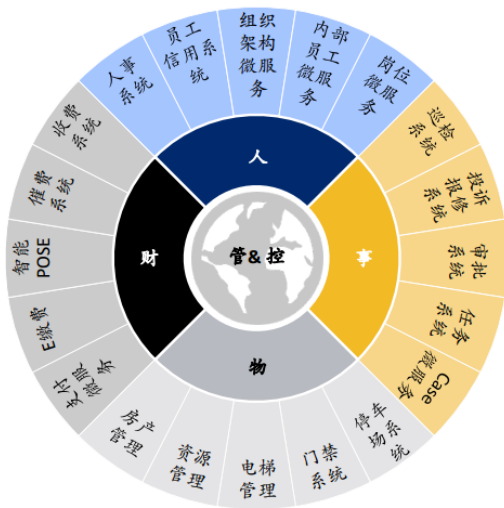
图 23: 绿城“慧服务”和“绿联盟”



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

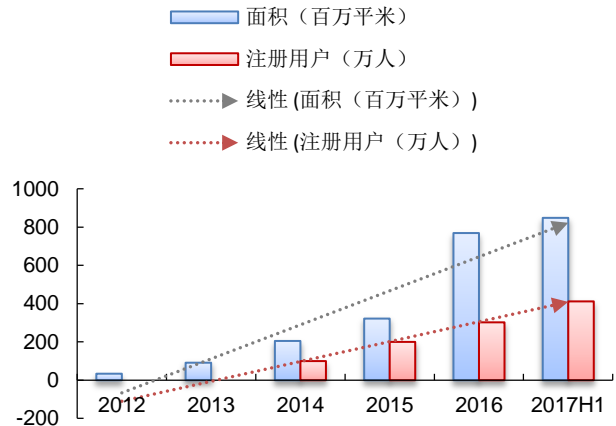
例如, 彩生活公司开发的彩管家、彩之云服务平台, 通过公司参股合作伙伴、向合作伙伴输出底层技术的方式来帮助合作伙伴高效发展, 输出平台上的生态圈企业及产品服务, 与合作伙伴共享平台创造的增值服务收益, 同时实现彩生活线上平台的快速扩张。截止 2017 年 6 月, 彩生活与 28 家物业企业达成战略联盟, 合作管理面积高达 4.29 亿平米。

图 24: 彩生活平台输出——彩管家 (To B)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 25: 彩生活平台服务面积和注册用户数量



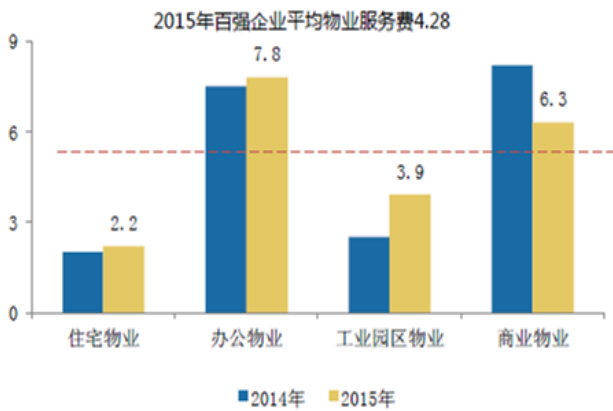
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

4.3、业务增值化转型，进一步打开成长空间

目前我国物业管理服务主要包括安保、小区保洁与设备维修、绿化、防水工程、小区媒体经营、租赁等基础的传统服务项目和房屋经纪、社区电商、社区服务等高附加值项目两大类，中国物业管理协会公布数据显示 2015 年传统物业服务收入占百强物业管理公司收入比例仍高达 83%、利润占比 69%。

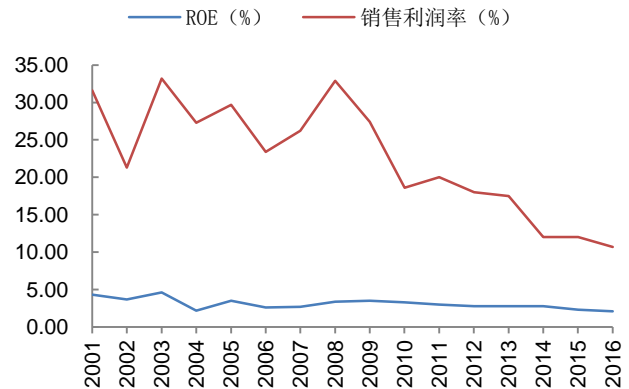
从百强企业成本构成来看，目前我国物业管理服务行业呈现劳动力密集型、低技术投入的行业特征。人力成本占物业管理公司成本 50%以上，物价的提升和人力成本上升不断推高物业管理公司的运营成本，大部分企业规模较小难以实现业务精细化、标准化以实现规模效应，同时在物业服务价格提升有限的情况下，严重的挤压物业管理企业的利润空间（图 15）。

图 26: 2014-2015 年百强企业物业服务费标准



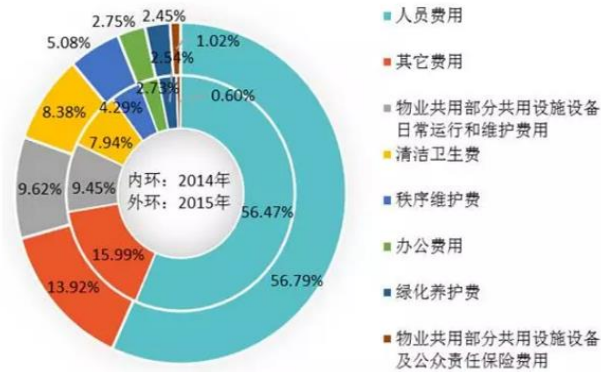
资料来源: 中国产业信息网《2017 年中国物业管理市场规模预测及行业发展趋势》，国海证券研究所

图 27: 物业管理全行业 ROE 和销售利润率均值



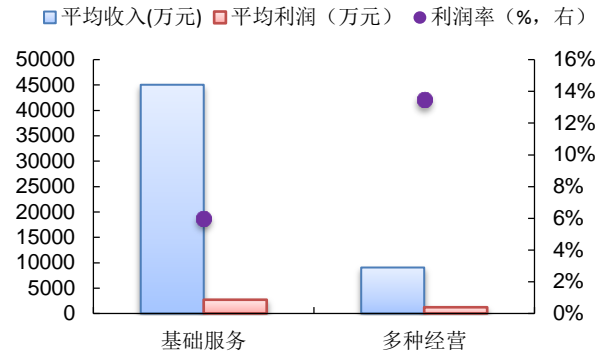
资料来源: 国资委, 国海证券研究所

图 28: 2014-2015 年百强企业成本构成



资料来源: 中国物业管理协会, 国海证券研究所

图 29: 2015 年百强企业物业服务分业务收入和利润率



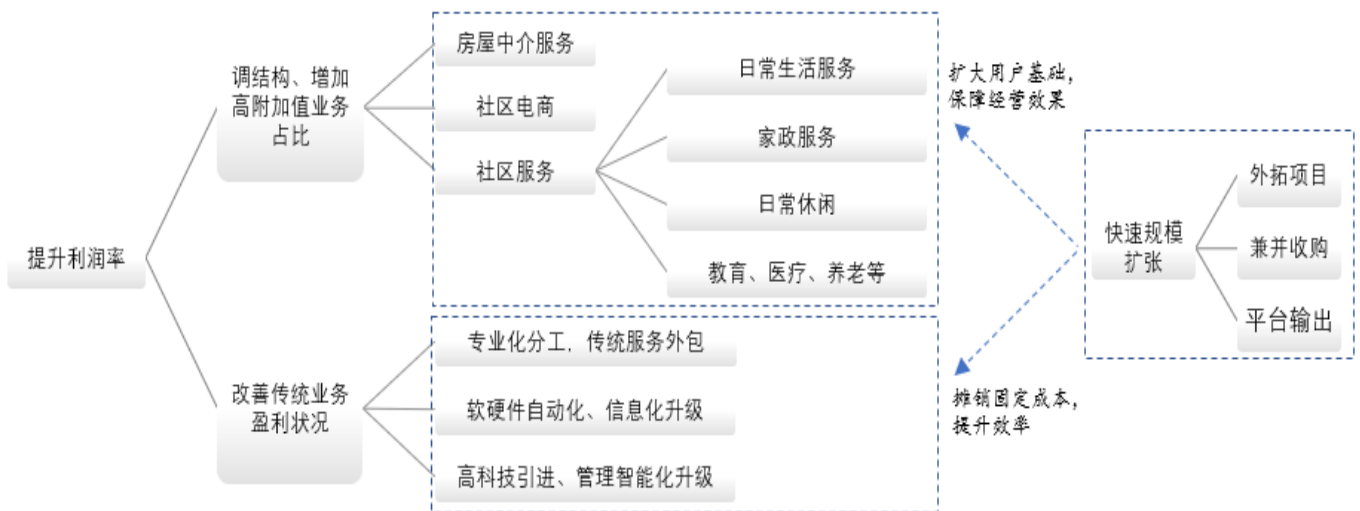
资料来源: 中国物业管理协会, 国海证券研究所

我们认为改善当前低利润率困局的途径主要在于两方面,这也是物业管理行业目前以及未来发展的主要方向: 1) 通过专业化分工将传统服务外包、软硬件的自动化和信息化升级、以及管理的智能化升级来节约人工成本和日常运营成本; 2) 增加高利润率高附加值服务等业务占比, 调整收入结构。

以上两者的实现除了服务水平、专业化能力的提升, 还更需建立在一定的业务规模上, 因此快速的规模扩张, 抢占用户和市场是目前龙头企业的发展重点, 尤其是从物业管理收费模式来看, 管理面积仍然是当前收入来源的最主要驱动因素。从数据上来看, 百强企业 2015 年基础物业服务收入行业占比 20.5%, 反而较 2014 年上升了 3.8 个百分点, 也就是说头部公司当下仍然致力于规模扩张。

因此, 未来的看点在于: 1) 企业扩张的速度、市场占有率的提升和地位的稳固; 2) 技术的引入和成本控制效果; 3) 高附加值业务的推进, 及其对收入贡献提升情况; 4) 企业多元化业务拓展, 及其与社区终端相协同的情况。

图 30: 物业企业利润率提升途径分析



资料来源: 国海证券研究所整理绘制

5、代表性公司模式和经营状况

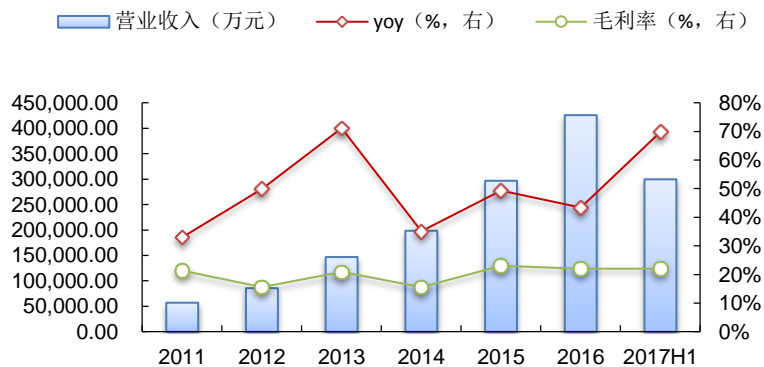
5.1、A/H 股上市和非上市龙头公司

1) 万科物业（非上市）：快速增长的行业领跑者

万科物业发展有限公司是万科企业股份有限公司的下属子公司，成立于 1990 年，服务项目包括住宅物业服务、商写物业服务、开发商服务、资产服务、楼宇智能化服务和生活服务等业务单元，为中国物业管理行业的领跑者。早期作为售后服务，伴随万科集团的房地产开发业务应运而生。

截止 2016 年底，万科物业已布局全国 65 个大中城市，物业项目近 2000 个，合同面积 3.56 亿平方米，覆盖家庭 375 万户，服务人口 1117 万，在管资产超过 5.59 万亿。根据万科 A (000002.SZ) 年报公告，万科公司的物业管理业务 2016 年营业收入 42.6 亿元人民币，2011-2016 年年复合增速高达 49.4%。

图 31：万科物业管理业务收入、毛利情况



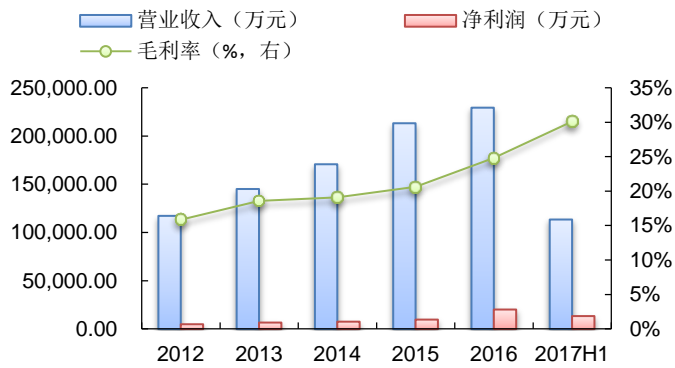
注：图中为万科企业股份有限公司物业管理业务的收入、毛利情况。资料来源：万科 A (000002.SZ) 年报、半年报公告，国海证券研究所

2) 中海物业（2669.HK）：稳健扩张的低估值、高品质物业管理公司

中海物业集团有限公司，是中国海外发展（0688.HK）旗下从事物业管理业务的全资子公司，2015 年 10 月分拆出并于香港主板独立上市。中国海外发展每年的建筑面积，是公司获得项目来源的主要途径，也是其实现内生增长的保障，目前公司大约 90% 的项目来自公司开发的房地产项目。中海地产收购包含中信物业的中信地产，中海物业对中信物业全部股权的收购也增厚了公司的盈利来源。

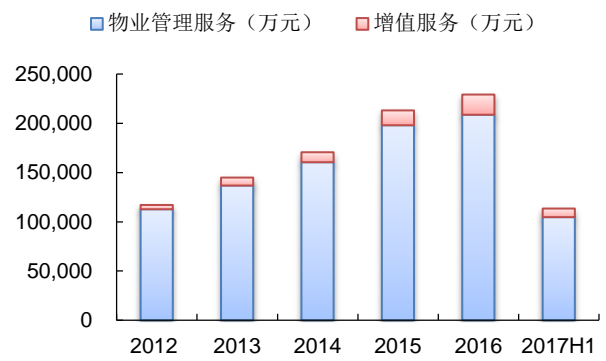
公司最新公告管理物业面积 9860 万平方米（不含中信物业），2016 年营业收入和净利润分别为人民币 22.9 亿元、2.0 亿元，最近三年营收复合增速 16.5%。收入结构来看，增值服务收入贡献不断提升。

图 32: 中海物业收入、利润情况



注: 图中数据按历史汇率转化为人民币。资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 33: 中海物业收入结构



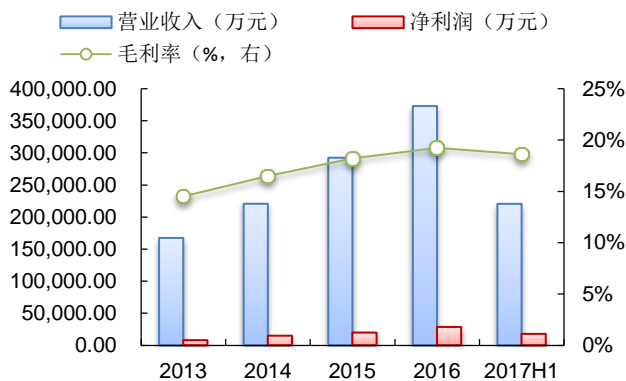
注: 图中数据按历史汇率转化为人民币。资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

3) 绿城服务 (2869.HK): 领先优化业务结构、外拓项目能力强的港股上市物管龙头

绿城物业服务集团成立于1998年, 公司主要提供物业管理、顾问咨询及园区增值三类服务, 多年蝉联物业服务百强满意度领先企业第一名, 2016年7月在香港上市。绿城服务凭借强大品牌影响力已成为成熟的物管品牌, 并独立于关联的房地产开发企业对外拓展项目。截止2017.6公司在管面积1.175亿平方米, 储备面积1.35亿平方米。据公司H股招股书披露, 2013-2015年来自绿城中国的在管项目面积占比分别为27%、25%、22%, 不同于同规模竞争对手的地方在于绿城物业的外部项目占比很高。2014.9公司推行“智能园区”项目, 由传统住宅服务转型聚焦生活用品、服务及园区增值服务的综合提供商。

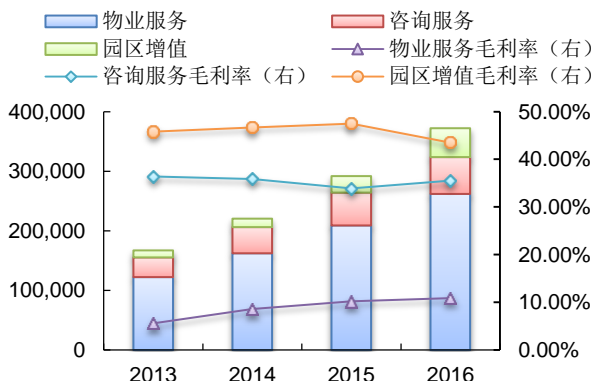
2016年公司营业收入、净利润分别为人民币37.2亿元、2.9亿元, 2013-2016年复合增速分别为30.6%、53.2%, 2016年毛利率水平19.2%。公司多元化业务模式清晰, 高毛利的增值服务板块逐步崛起, 收入结构不断优化。

图 34: 绿城服务收入、利润情况



注: 图中数据按历史汇率转化为人民币。资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 35: 绿城服务收入结构、分业务毛利率



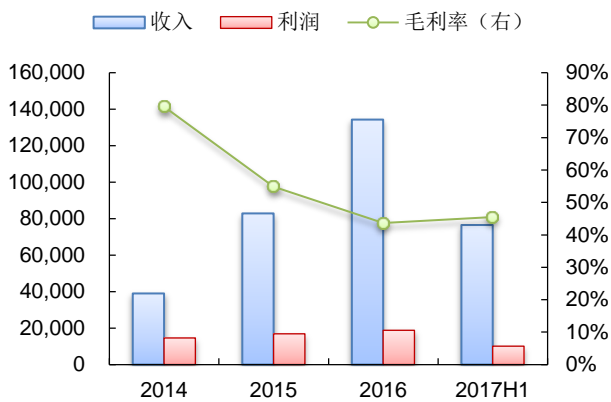
注: 图中数据按历史汇率转化为人民币。资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

4) 彩生活 (1778.HK): 行业领先的社区服务平台运营商

彩生活主要通过自管和平台输出的模式, 提供物业管理服务、工程服务、社区租赁销售等服务。截止 2017 年 6 月, 公司管理和顾问服务签约建筑面积 4.2 亿平方米, 覆盖住宅社区达 2335 个, 涉及城市 214 个, 并与 28 家企业达成战略联盟, 合作面积达到 4.29 亿平方米, 为行业领先的社区服务平台运营商。开发运营面向 B 端的“彩管家”和面向 C 端的“彩之云”服务平台, 截止目前彩之云注册用户 412.1 万, 活跃用户 243.4 万。

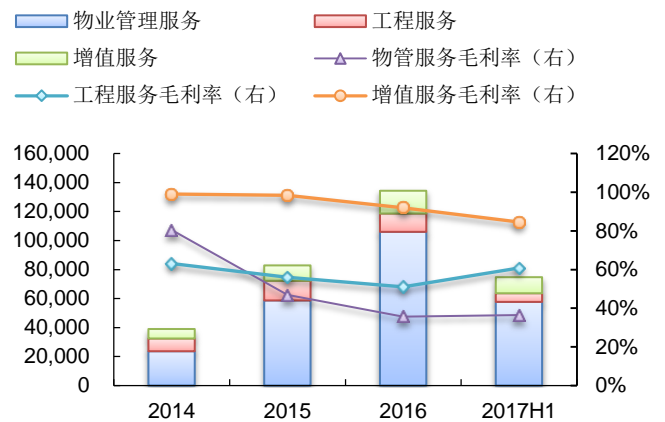
公司 2016 年营收、净利润分别为 13.4 亿元、1.9 亿元人民币, 分别同比增长 62%、11.5%, 近 3 年营收和净利润复合增速高达 72%、62%。

图 36: 彩生活收入、利润情况 (万元、%)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 37: 彩生活收入结构、分业务毛利率 (万元、%)



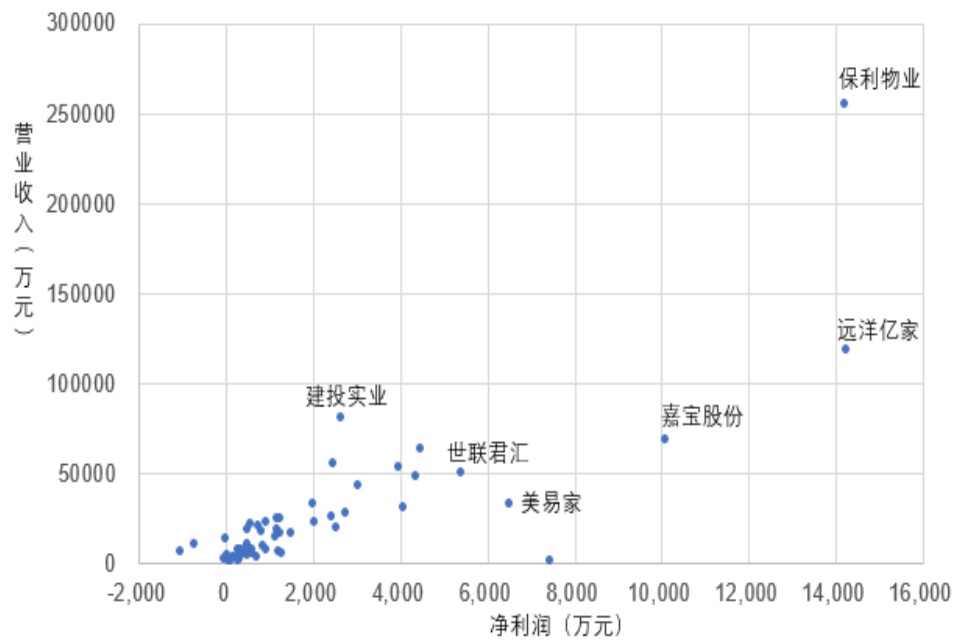
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

5.2、新三板龙头和代表性公司

截止 2017 年 9 月底, 共 58 家物业管理企业在新三板市场挂牌, 作为新兴消费行业是新三板市场现代服务业重要组成部分, 其中不乏优质的全国性龙头企业和发展良好的区域性龙头。

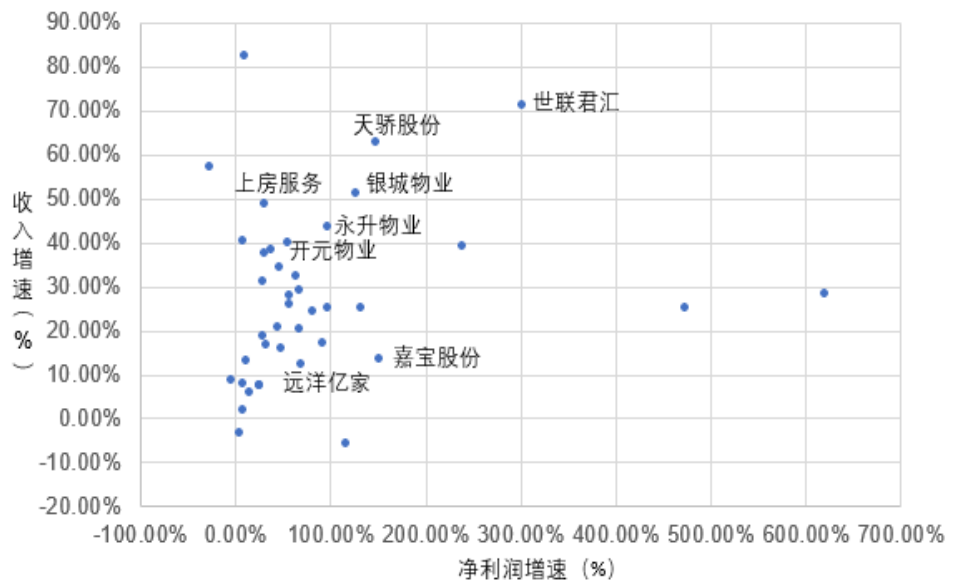
从财务数据来看, 58 家新三板挂牌物业管理公司经营状况良好。2016 年营收、净利润总和分别为 139.8 亿元、11.6 亿, 分别同比增长 26.4%、50.7%, 54 家企业 2016 年净利润为正, 50 家企业利润实现同比正增长。其中公布数据的 50 家物业管理企业 2014-2016 年营收复合增速 23.3%, 净利润复合增速 71.1%。

图 38: 58 家新三板物业管理企业 2016 年收入、利润分布 (万元)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 39: 新三板挂牌物业管理企业 2014-2016 年收入、利润复合增速分布 (%)



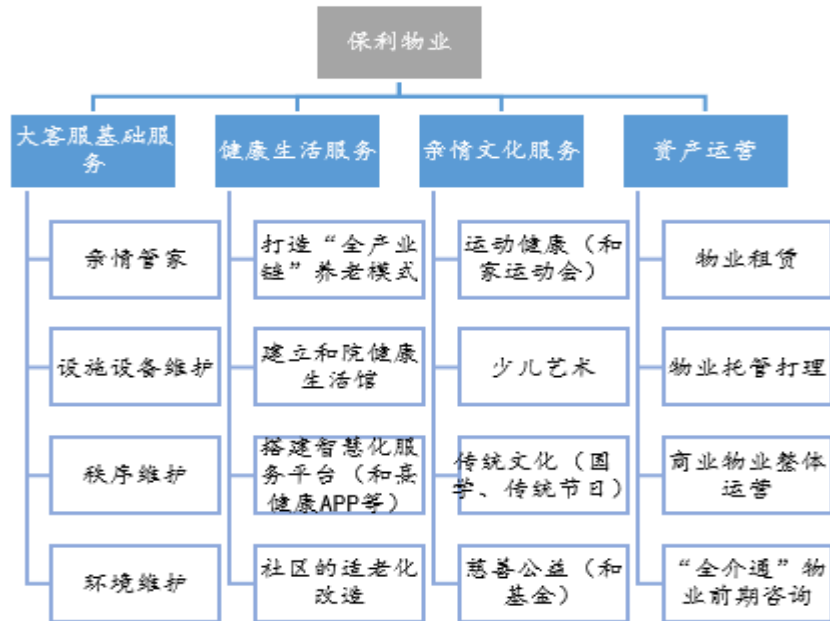
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

1) 保利物业 (871893.OC): 央企标杆物业品牌, 转型升级养老服务树行业典范

保利物业成立于 1996 年, 2017 年 8 月挂牌新三板, 业务覆盖 60 个大中城市, 承接物业项目 400 余个, 管理面积 9294 万平方米 (截止 2017.6), 管理项目涉及住宅、写字楼、购物中心、学校等等, 提供服务包括物业服务、咨询、资产管理、专业设备维护保养、家政、社区健康养老服务、社区教育等等。在央企保利地产战略支持下, 公司搭建了强大的资源和技术平台, 形成并拥有“亲情和院”

物业服务品牌、“芯”智慧平台及产品体系。2015年保利物业进军社区居家养老产业，是物业管理行业升级转型在养老服务领域的标杆企业。

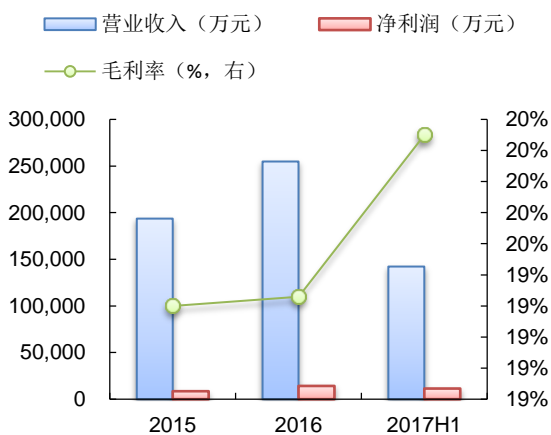
图 40: 保利物业产品服务体系



资料来源：公司官网，国海证券研究所

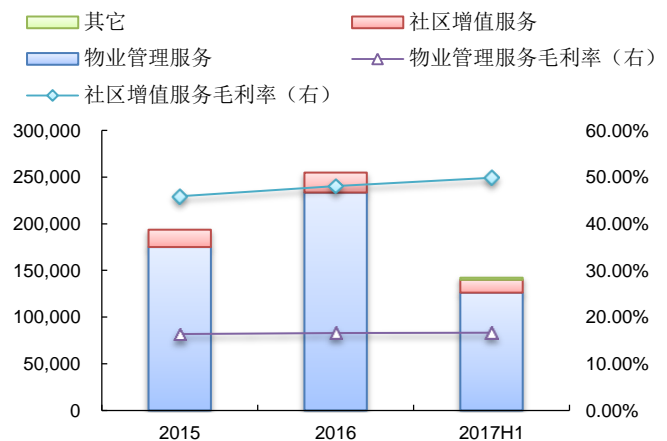
公司 2015-2017H1 营业收入、净利润分别为 19.4 亿/25.5 亿/14.2 亿元、8563 万/1.4 亿/1.1 亿元，2016 年、2017H1 公司归母净利润分别同比增长 74%、81%，扣非后 ROE 分别为 44.2%、26.5%。

图 41: 保利物业收入、利润情况 (万元、%)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 42: 保利物业收入结构 (万元、%)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2) 远洋亿家 (837149.OC): 并购快速扩张的地产系物业公司

成立于 1997 年，为远洋地产全资子公司。截止 2016 年底，远洋亿家在管面积超过 3100 万平方米，覆盖全国 14 个省 21 个一二线及沿海热点城市。主营业务

包括住宅和商业物业服务、增值服务、工程和仓储等新型业务，公司以住宅物业管理为核心业务，平衡发展写字楼、商业、工业园等业务领域，同时致力品牌和管理服务的输出。旗下“亿管家”管理平台、“亿街区”服务平台进行物业管理的智能化升级，提升服务的高效性和精准度。

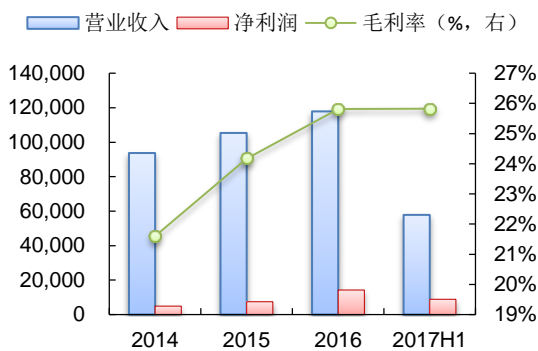
公司 2016 年营收和净利润分别为 11.8 亿、1.4 亿元，2014-2016 年营收和净利润的年复合增速分别为 12%、70%。近年来公司在开发商资源保障的同时，对外采用兼并收购优质物业管理公司的方式进行快速扩张和资源整合。

表 9: 远洋亿家 2017 年以来收购兼并项目进展

被收购方	时间	收购比例	备注
南通乾通物业管理有限责任公司	2017.9	60%	成交价 268.648 万元
杭州新时代物业管理有限公司	2017.9	60%	成交价 555 万元
北京凯莱物业管理有限公司	2017.9	82.8%	竞拍底价 2150 万元

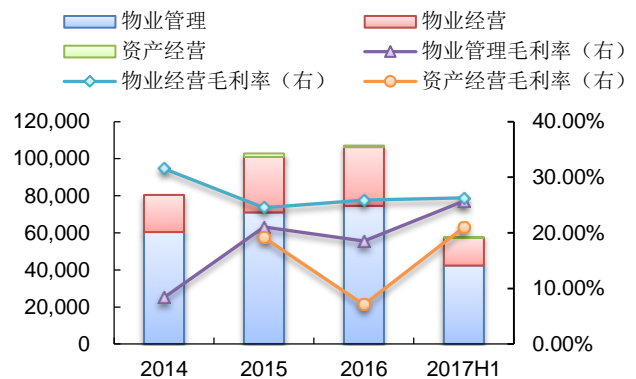
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 43: 远洋亿家收入、利润情况 (万元、%)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 44: 远洋亿家收入结构 (万元、%)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

3) 嘉宝股份 (834962.OC): 扎根四川, 多细分市场布局的区域龙头

嘉宝股份为蓝光发展 (600466.SH) 旗下控股公司, 成立于 2000 年, 公司以“物业管理+商业运营”为主要产业, 提供物业服务、顾问咨询服务、生活家社区经营等服务内容, 主要服务对象包括住宅、商业、写字楼、工业园区等业态和旅游地产项目, 通过项目全委托、并购和轻资产联盟等方式开拓市场。公司通过自主研发的生活家 APP 为客户提供线上线下一体化的生活体验服务, 并打造“智慧生活家服务体系”的智慧化服务体系, 形成战略联盟合作者、企业商家、用户等一体化的生态联盟圈。

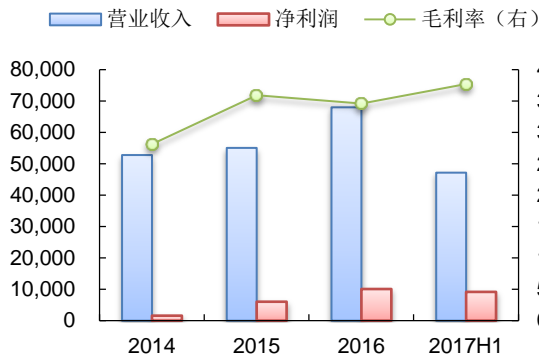
截止 2017 年 6 月, 公司累计在管项目 163 个, 面积 3349 万平方米, 累计联盟面积达 1.2 亿平方米。公司 2016 年营收和净利润分别为 6.80 亿、1.01 亿, 2014-2016 年营收、净利润复合增速分别为 13.5%、151.5%。公司超过七成收入来自四川省内, 在区域已具有一定市场影响力的嘉宝股份近期也通过兼并收购方式突破区域限制、加快对外扩张的步伐。

表 10: 嘉宝股份 2017 年以来收购兼并项目进展

被收购方	时间	收购比例	备注
杭州绿宇物业管理有限公司	2017.9	76%	交易价格 6000 万
上海统达置业有限公司	2017.9	80%	交易价格 2400 万
四川省国嘉物业服务服务有限公司	2017.7	100%	交易价格 8900 万

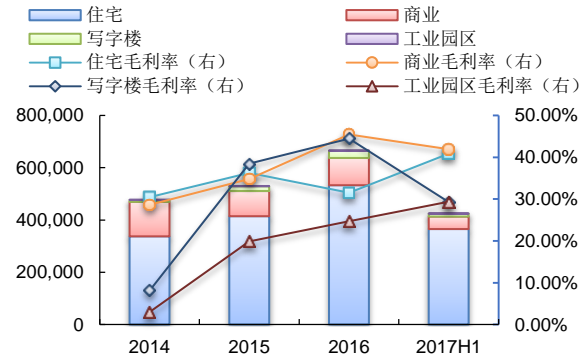
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 45: 嘉宝股份收入、利润情况 (万元、%)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 46: 嘉宝股份收入结构 (万元、%)



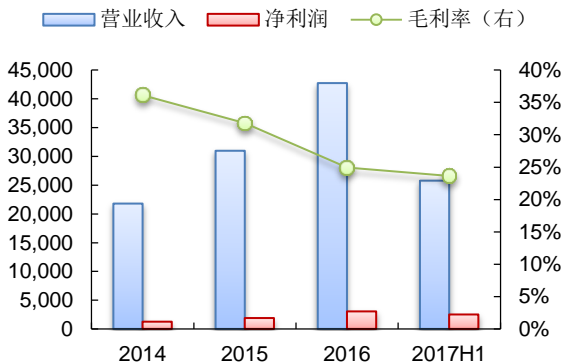
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

4) 开元物业 (831971.OC): 背靠旅业集团的高标准酒店式物业管理专家

开元物业成立于 2001 年, 提供物业项目委托管理、社区经营、机构及社区养老、物业管理早期顾问等服务内容, 服务类型包括五星级酒店、住宅、商业、办公楼、医院、银行等等。截止 2017 年 6 月, 公司管理服务项目数量 237 个, 住宅项目 114 个, 管理和服务面积达 3000 万平方米。开元物业背靠全国领先的旅游产业投资与运营集团开元旅业, 为著名的酒店管理服务专家, 拥有先进管理模式和服务体系, 致力于将五星级酒店服务标准推广到全物业管理服务中。

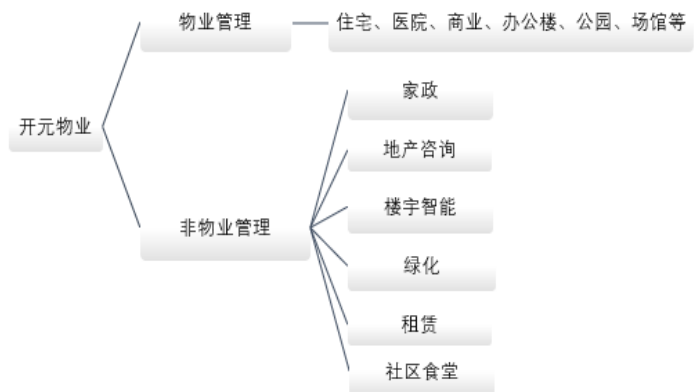
公司 2016 年营收和净利润分别为 4.27 亿、3042 万元, 2014-2016 年营收、净利润复合增速分别为 40.0%、55.7%, 公司主要服务项目位于浙江。

图 47: 开元物业收入、利润情况 (万元、%)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 48: 开元物业产品体系



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

6、投资建议：千亿市值龙头可期，推荐具备资源、品牌及扩张能力的龙头公司

我们认为，在消费升级、存量物业面积持续增长的背景下，物业管理市场正在快速增长的黄金发展期，预计到2030年行业潜在市场规模超过1.3万亿元，相比当前行业规模（2015年全行业收入规模6500亿元）存在2倍以上成长空间，在这一过程中，我们最为看好增速最快、受益消费升级并有望带来更多增值服务空间的住宅物业服务市场（仅考虑当下传统物业服务费收入，潜在市场规模近7000亿元）。

行业竞争尚处于初始阶段，在管面积指标CR10仅10.18%，龙头企业万科物业销售收入市场占比不到0.5%，可以推算出CR10的收入占比应低于5%，整体呈现大行业、小龙头的竞争状态，未来一段时间内在消费升级（小区居民要求更高品质服务）、地产企业配套物管公司退出背景下，行业将会进入加速集中阶段，拥有优秀品牌且具备强扩张能力的龙头公司将会享受行业成长及市场份额加速扩大的双重成长红利。在这一过程中，具备资源优势（在管面积储备、项目扩张能力）、品牌（服务质量）优势的龙头企业有望持续胜出。

在传统物业管理之外，基于社区生活相关的增值服务将成为行业发展新空间，传统物业管理公司（如绿城服务进军便利店、保利物业布局养老服务）以及部分通过商业模式创新进入社区物业服务市场的企业有望显著收益（典型如彩生活等）。

当前物业服务行业扩张模式类似与连锁零售前期扩张模式，且物业服务行业进入门槛较高，不同于一般日常消费品零售低门槛特点，我们选择典型的3C家电零售连锁为参考，而3C家电连锁零售龙头企业市场销售份额接近10%。同时，考虑到物业管理服务乃线下服务消费行为，不易受到线上冲击，且物业服务的消费者具备高转换成本、忠诚度高的特征，因此我们认为稳定状态下龙头企业的市场份额有望接近甚至高于3C家电零售连锁。仅考虑住宅市场，假设龙头公司收入市场份额达到10%，根据文中对行业规模的测算，预计对应年收入规模697亿元（传统物业服务费收入）。随着增值服务占比的提升、企业业务结构不断优化，而龙头公司的业务结构应相对最为合理，参照当前业务结构相对最合理的绿城服务（增值服务占比13%），龙头公司总收入有望达到800亿元，假设予以稳定状态下12%销售利润率，以10倍的PE估算，龙头公司市值规模将来有望接近1000亿元。

个股推荐：我们认为当前行业处于高速发展、集中度快速提升的跑马圈地阶段，考虑到物业服务的特殊性（物业公司转换成本高），具备良好资源储备（在管面积、备考房地产开发巨头）、加速扩张（内生或通过资本市场外延并购）及品牌优势的龙头公司有望持续领跑，首推绿城服务（2869.HK）、保利物业（871893.0C）、中海物业（2669.HK），同时关注新三板部分区域性优质物业服务提供商远洋亿家（837149.0C）、嘉宝股份（834962.0C）、开元物业（831971.0C）等标的，以及优质的社区服务平台运营商彩生活（1778.HK）。

7、风险提示

- 1) 市场竞争风险;
- 2) 劳动力成本上涨风险;
- 3) 业务创新及转型风险;
- 4) 推荐公司业绩不达预期风险;
- 5) 上市/挂牌公司股价波动风险;
- 6) 新三板流动性风险。

附表:

表 11: 代表企业经营情况比较

公司名称	上市状态	成立时间	覆盖城市数量	项目数量	在管面积 (平方米)	单位面积收入 (元/月)	单位面积净利润 (元/月)	营收 3 年复合增速 (%)	2016 年毛利率 (%)
万科物业	非上市	1990	65	近 2000	3.56 亿	1.0	n.a	42.5%	20.1%
绿城服务	港股	1998	99	809	1.05 亿	3.0	0.23	30.6%	19.2%
中海物业	港股	2006	52	500	9860 万	1.9	0.17	16.5%	24.8%
碧桂园物业	非上市	2004	25	n.a	6979.85 万 (2015 年)	1.7 (2015 年)	0.26 (2015 年)	28.3% (2 年复合)	36.2% (2015 年)
彩生活	港股	2012	214	2339	3.95 亿	3.4	0.04	72%	43.7%
保利物业	新三板	1996	n.a	n.a	9294.93 万	2.2	0.05	n.a	19.3%
远洋亿家	新三板	1999	n.a	n.a	3100 万	3.2	0.38	12% (2 年复合)	25.8%
嘉宝股份	新三板	2000	n.a	163	3349 万	1.7	0.25	13.5% (2 年复合)	34.6%
开元物业	新三板	2001	n.a	237	约 3000 万	1.2	0.08	40.0% (2 年复合)	24.9%

注: 1) 为便于比较, 港股物业公司收入数据转化为人民币; 2) 碧桂园物业收入、毛利率数据为 2015 年数据; 3) 彩生活这里只统计管理合约和顾问服务协议的面积, 不考虑彩之云平台覆盖面积 4) 表中每平方米收入为估算数据, 因个别公司在管面精确数据缺失, 故计算结果可能和实际情况略有出入, 仅供参考。资料来源: 相关公司官网、上市公司公告, 国海证券研究所

【新三板研究小组介绍】

张蕾，复旦大学金融学硕士，5年证券行业从业经历，目前负责新三板市场和公司研究。

【分析师承诺】

张蕾，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。