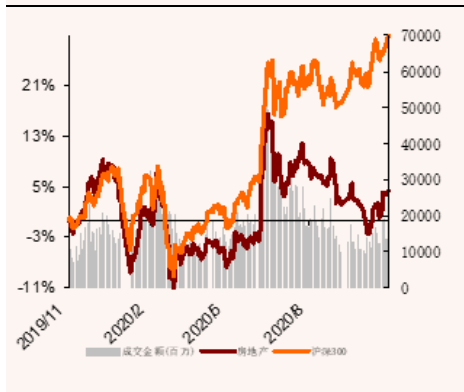


分析师 夏亦丰  
 执业证书编号: S1220518100001  
 E-mail: xiayifeng@foundersc.com

#### 重要数据:

上市公司总家数	141
总股本(亿股)	3249.81
销售收入(亿元)	17653.65
利润总额(亿元)	2751.65
行业平均 PE	17.82
平均股价(元)	7.98

#### 行业相对指数表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

#### 相关研究

《整体去化周期有所下降，一线城市成交维持正增长》2020.11.16

《销售投资增幅超预期，竣工如期改善》2020.11.16

《新房二手房成交量连续三周同比增长，去化有所改善》2020.11.09

《从十四五规划建议中看房地产板块机会》2020.11.05

《百强房企前10月同比增长9%；重点城市去化周期持续上升》2020.11.02

请务必阅读最后特别声明与免责条款

#### 核心观点:

收并购是物管公司规模突围、提速发展的重要手段。过去主要发生在中大型物管公司收并购小型物管公司；如今越来越多物管公司将产业链下游的场景公司作为潜在收并购标的，以实现：  
 1) 获取潜在项目资源：获取场景公司的客户资源，达到变相扩张的作用。  
 2) 增强公司自身实力，延伸产业链条：专业领域的业务通常具有一定的技术壁垒，通过收并购专业公司，可以提升专业领域的综合服务水平。  
 3) 与现有业务形成协同，降本增效：原先的外包业务成本实现改善，实现统一管理，提升公司的盈利能力。  
 4) 扩大业务版图，实现“大物业”模式：创造新业务增长点，使其服务和市场更趋多元化。

收并购产业链下游的场景公司，具体涉及：  
 1) 电梯服务：电梯维保业务与物管服务关联度较大，但准入门槛相对于传统物业服务高。因此大型物管公司收购电梯维保公司股权，成为公司切入电梯服务领域最便捷的方式，也将成为一种趋势。例如时代邻里是最早通过收购骏安电梯涉足该领域的公司，19年电梯服务实现收入2966万元，16-19年CARG高达74%；碧桂园服务收购溧阳中立电梯60%的股权，目前已接管电梯超4万台，预计未来5年将超过10万台，自有电梯体量较大。  
 2) 广告服务：广告位资源的最终所有者或管理者为物管公司，但其掌握的媒体资源缺乏规模效应，同时自身缺乏相关经验。碧桂园服务则通过收购城市纵横发力社区传媒板块。  
 3) 市政环卫服务市场前景广阔，传统清洁、绿化等服务的积累是物管公司的重要筹码。雅生活与玉禾田签署了《环卫一体化项目战略》，碧桂园先后收购满国康洁和福建东飞，金地物业宣布与辽宁陆帆达成战略合作；对落实中长期“物业+环卫”发展有重要意义，同时，也将城市服务领域进一步深耕。

谋篇自营业务，加速物管行业多元业务发展。在过去几年在自营业务方面曾经有过诸多尝试，试水零售、教育、养老等领域，但由于偏离主业、较为碎片化、客户使用率低、与物管相关度小等原因成效甚微。我们认为物管公司需要寻找与主营业务关联度更高的配套自营业务，其应当具备以下四大特点：  
 1) 与物业管理行业关联度较高：充分考虑公司原有物业管理服务内容和业态并能实现一定的协同效应。  
 2) 能充分利用空间上的围墙优势：客户愿为“少走几步路”而付费。  
 3) 高渗透率，客户必需使用：客户使用率较高，具有一定的“必需性”；  
 4) 具备可复制的规模拓展优势：同个自营业务可以在多个项目中开展。

物管公司开展自营业务，具体涉及：  
 1) 餐饮服务：作为写字楼

和企业总部的必要组成，和非住宅业态拓展具有非常强的协同效应。金融街物业经营“怡己(IZEE)”餐饮系列，截至19年末，公司共运营10家门店；银城生活服务、新城悦服务也策略性将业务范围拓展至餐饮业务。**2) 停车场服务**作为业主使用率最高的增值服务，主要分为停车场租赁管理和停车场销售业务两方面，目前上市物管公司中停车位管理业务相对成熟的公司该部分业务收入占比在3-8%左右，有和泓服务、永升生活服务、保利物业、中海物业、金融街物业等。**3) 智能化解决方案和产品**作为自营产品向业主销售，向中小物管公司赋能。新城悦服务该部分服务15-19年的年复合增速高达121%，除了新城系的项目外已经展开第三方外拓。**4) 提供商业运营及管理服务**，发挥业务的协同效应。截至19年年末，奥园健康共向37个商场订约提供商业运营服务，合同总建面约180万平，15-19年收入年复合增长率达70.4%。

#### 投资建议：

我国物业管理行业迎来产业新变局。近两年来通过收并购扩规模的意图始终没有改变，但是潜在标的由原本传统的物管公司，逐渐延伸至产业链上下游的场景公司。自营业务的拓展也从原本为追求业务广度、全周期覆盖而开拓各类全新领域的服务，转变为了寻求与物管公司主营业务关联度更高、具备一定“必需性”的配套业务。我们建议关注：**1) 积极收购场景公司，优先布局下游产业链的物管公司：**碧桂园服务、时代邻里、雅生活服务。**2) 开展高关联度自营业务的物管公司：**新城悦服务、金融街物业。

#### 风险提示：

管理规模拓展不及预期；跨行业经营缺乏相关业务专业性；前期业务开展成本较高；收并购业务协同不达预期；增值服务开展进度不及预期；行业受到政策打压。

目录

1	前言.....	5
2	收购产业链下游的场景公司，完善专业领域服务的同时扩大自身规模.....	5
2.1	电梯服务：收购电梯维保公司股权，尝试电梯自保服务.....	8
2.2	城市生活圈广告服务：收购广告运营商盘活在手社区、楼宇传媒资源，加速增值服务传媒业务发展	15
2.3	市政环卫服务：物业管理公司成为市政环卫新势力.....	18
3	谋篇关联度较高的独立自营业务，形成独特的竞争优势和品牌效应.....	22
3.1	餐饮服务：高度渗透商办业态，使公司在外拓相关业态时处于有利地位.....	23
3.2	停车场服务：作为业主使用率最高的增值服务，目前收入贡献度相对较小.....	25
3.3	智能化系统：作为自营产品向业主销售，向中小物管公司赋能.....	27
3.4	商业运营：发挥业务协同效应，提供优质商业运营及管理服务.....	29
4	投资建议.....	30
5	风险提示.....	31

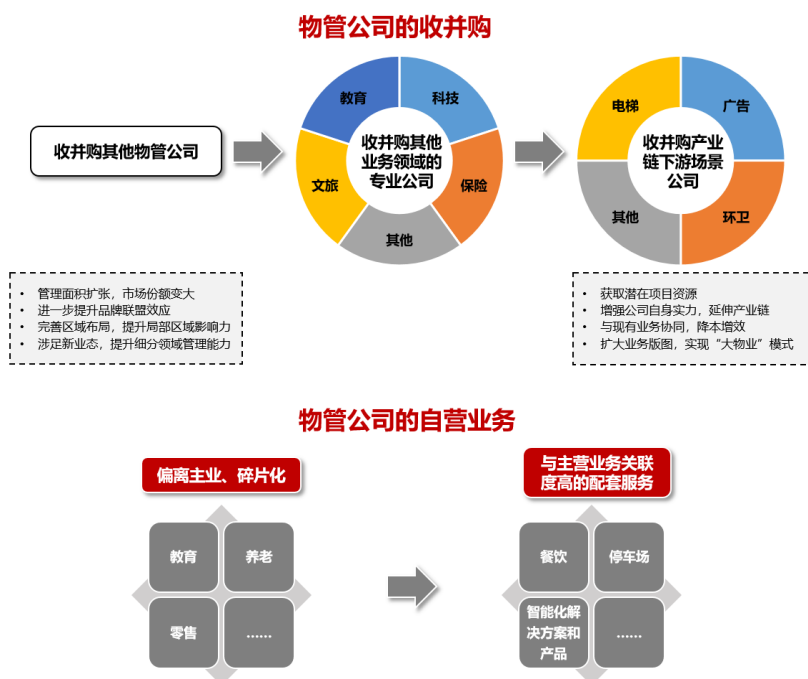
图表目录

图表 1:	收并购产业链下游场景公司、谋篇关联度较高的自营业务, 物管迎来新变局.....	5
图表 2:	物管公司收并购的标的主要分为其他物管公司和其他业务领域的专业公司两类展开.....	7
图表 3:	部分物管公司收购其他业务领域的公司案例.....	8
图表 4:	电梯服务行业相关政策梳理.....	9
图表 5:	2019 年我国电梯保有量达 710 万台, 14-19 年 CARG 达 14.6%.....	10
图表 6:	2019 年我国电梯产量 117 万台, 15-19 年 CARG 达 22%.....	10
图表 7:	物管公司通过收购电梯维保公司尝试电梯自保业务.....	11
图表 8:	时代邻里收购广东骏安电梯有限公司 70%的股权.....	11
图表 9:	物管公司电梯服务费确认的三种方式.....	13
图表 10:	时代邻里 2019 年电梯服务实现收入 2965.9 亿元, 16-19 年 CARG 达 73.6%.....	13
图表 11:	时代邻里电梯服务收入占公司专业服务收入的比重约 61%, 占公司总营收 3%.....	13
图表 12:	时代邻里 2019 年专业服务毛利率因电梯服务业务模式改变有所下滑.....	14
图表 13:	碧桂园服务收购溧阳中立电梯 60%的股权.....	14
图表 14:	2018 年电梯海报广告的刊例花费增长达 24.9%.....	15
图表 15:	社区媒体规模生态初显.....	16
图表 16:	广告运营商是上游物管公司与下游广告主之间的重要桥梁.....	16
图表 17:	电梯海报广告媒体资源运营商为物管公司的下游场景公司.....	17
图表 18:	2017 年城市纵横电梯广告发布业务收入达 3.18 亿元.....	18
图表 19:	碧桂园服务社区传媒服务收入高速增长.....	18
图表 20:	2018 年城市清扫保洁面积为 86.9 亿平, 2013-2018 年年复合增长率达 6.1%.....	18
图表 21:	2018 年城市生活垃圾清运量为 2.28 亿吨, 2013-2018 年年复合增长率达 5.8%.....	18
图表 22:	目前市政环卫项目的经营模式主要采用 PPP 模式, 增值服务的内容也在同步扩大.....	19
图表 23:	碧桂园服务中标寿阳县城环境卫生管理中心寿阳县环卫作业市场化运作项目.....	20
图表 24:	从经营范围来看, 不少大型物管公司的工商登记内容与环境领域有诸多交叉.....	20
图表 25:	物管公司环卫领域合作项目与收购项目.....	21
图表 26:	雅生活服务与玉禾田签署环卫一体化项目战略合作协议.....	22
图表 27:	物管公司开展独立自主的自营业务.....	23
图表 28:	公司经营“怡己(IZEE)”餐饮系列的怡己咖啡、怡己三矢堂、怡己小厨及怡己烘坊.....	24
图表 29:	2019 年金融街物业餐饮服务收入 1782 万元, 同比增长 22%.....	25
图表 30:	金融街物业餐饮服务处于亏损阶段.....	25
图表 31:	物业公司停车场相关业务主要分为停车场租赁管理及停车场销售业务.....	26
图表 32:	2019 年上市物管公司停车位服务收入明细.....	26
图表 33:	不同物管公司停车场服务收费内容略有不同.....	27
图表 34:	物管公司智能化相关服务内容汇总表.....	29
图表 35:	新城悦服务智慧园区服务 15-19 年的年复合增速为 120.9%.....	29
图表 36:	物管公司商业运营服务内容.....	30
图表 37:	2015-2019 年奥园健康商业运营服务收入年复合收入为 70.4%.....	30
图表 38:	奥园健康商业运营服务毛利率较高, 稳定在 40%以上.....	30

## 1 前言

在过去的几年中，收并购同类型的物业供公司是规模突围、提速发展的重要手段。主要发生在大中型物管公司收并购小型物管公司、或收购物业项目等；如今越来越多物管公司将产业链下游的场景公司作为潜在收并购标的。同时，物管公司也在谋篇自营业务，加速多元业务与物业管理的协同发展。在过去几年在自营业务方面曾经有过诸多尝试，试水零售、教育、养老等领域，但由于偏离主业、较为碎片化、客户使用率低、与物管相关度小等原因成效甚微。我们认为物管公司需要寻找与主营业务关联度更高的配套自营业务，重点突破具有更高变现能力、具备一定“必须性”的核心业务。

图表1： 收并购产业链下游场景公司、谋篇关联度较高的自营业务，物管迎来新变局



资料来源：方正证券研究所

## 2 收购产业链下游的场景公司，完善专业领域服务的同时扩大自身规模

在上一个阶段中，收并购对于物业管理公司来说是规模突围、提速发展的重要手段。2019年以前，物管行业的收并购主要发生在大中型物管公司收并购小型物管公司，此类收并购主要能实现：1) 管理面积扩张，市场份额变大。如雅生活服务20.6亿对价收购中民物业及新中民物业各60%股权，收购的在管面积达2亿平米左右，将有效扩充公司的物业管理版图，收购完成后，预计雅生活服务整体在管面积将突破5亿平，管理项目将突破3000个；2) 进一步提升品牌联盟效应。如碧桂园服务收购港联不动产100%股权，通过收购优质物业服务企业快速提升规模，同时吸纳9标的企业在专业、品牌及资源等方面的优势，实现自身高质量发展。2019中国物业服务百强企业中港联不动



产位居十七，截至目前已进驻超过 60 个重点城市，以广州、上海、武汉、天津、南京等高城市为核心，服务超过 300 座涵盖中高端住宅、写字楼、商业综合体、公建、产业园等各类不动产。本次股权合作，将进一步强化碧桂园服务高端物业业态的占比，以广州为例，港联不动产的标杆项目包括广州邦华环球广场、环球贸易中心等 CBD 门户地标。同时将有助于碧桂园服务进一步强化一线城市的核心物业服务布局，同时与港联不动产强强联手，实现互利共赢和长期稳健发展，开创了物业服务领域品牌企业间互通互融的合作发展新模式。

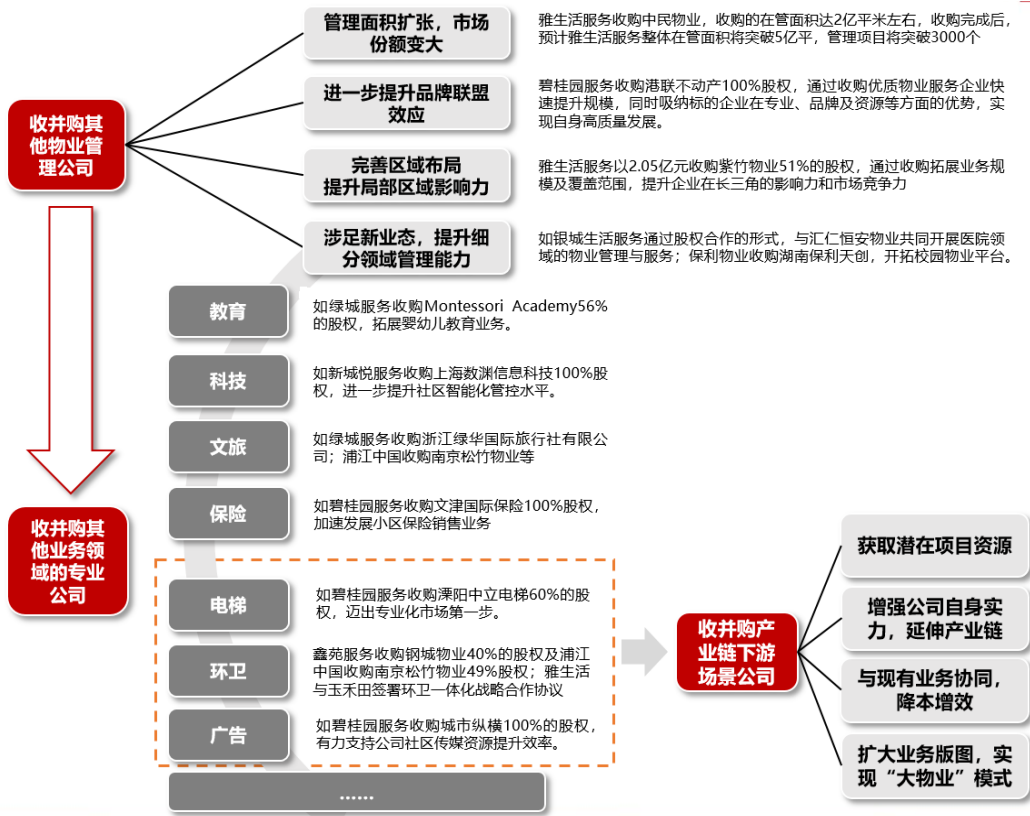
**3) 完善区域布局，提升局部区域竞争力。**如 2018 年 4 月，雅生活服务以 2.05 亿元收购紫竹物业 51% 的股权，通过收购拓展业务规模及覆盖范围，提升企业在长三角的影响力和市场竞争力；**4) 涉足新业态，提升细分领域的管理能力。**如银城生活服务以 4590 万的对价收购汇仁恒安物业 51% 的股权，通过股权合作的形式，共同开展医院领域的物业管理与服务；保利物业以 7800 万收购湖南保利天创 60% 的股权，打造校园物业管理平台。

除了收购同业外，物管公司还会收购其他业务领域的公司以拓展增值服务的广度，提升未来盈利能力。如绿城服务收购 Montessori Academy 56% 的股权，拓展婴幼儿教育业务；新城悦服务收购上海数渊信息科技 100% 股权，进一步提升社区智能化管控水平；绿城服务收购浙江绿华国际旅行社有限公司及浦江中国收购南京松竹物业等，为公司形成全国化的文化旅游物业管理专业能力打造坚实基础；碧桂园服务收购文津国际保险 100% 股权，加速发展小区保险销售业务、完善小区增值业务、提升未来盈利能力。

不过 2019 年开始，产业内发生了一些新的变化。越来越多的物管公司将目光聚焦到产业链上下游，尤其是将产业链下游的场景公司作为潜在的收并购标的或与产业链上下游公司进行战略合作，以完善服务产品、扩规模。例如碧桂园服务收购溧阳中立电梯 60% 的股权，迈出电梯服务市场的第一步；鑫苑服务收购钢城物业 40% 的股权及浦江中国收购南京松竹物业 49% 股权等涉足市政环卫领域；雅生活服务与玉禾田签署环卫一体化战略合作协议，有助于雅生活获取更多的业务资源和支持，对落实中长期“物业+环卫”发展战略规划有重要意义。碧桂园服务收购城市纵横 100% 的股权，有力支持公司社区传媒资源提升效率。

物业管理公司通过收并购产业链下游的场景公司，将获得以下几项优势：**1) 获取潜在项目资源：**获取场景公司的客户资源，达到变相扩张的作用。**2) 增强公司自身实力，延伸产业链条：**专业领域的业务通常具有一定的技术壁垒，通过收并购专业公司，可以提升专业领域的综合服务水平。**3) 与现有业务形成协同，降本增效：**原先的外包业务成本实现改善，实现统一管理，提升公司的盈利能力。**3) 扩大业务版图，实现“大物业”模式：**创造新业务增长点，使其服务和市场更趋多元化。

图表2： 物管公司收并购的标的主要分为其他物管公司和其他业务领域的专业公司两类展开



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表3： 部分物管公司收购其他业务领域的公司案例

企业简称	时间	被收购企业名称	场景公司关键词	被收购企业业务内容	收购金额(亿元)	收购股权比例	收购目的
碧桂园服务	2020年7月30日	城市纵横	广告	城市楼宇点题海报媒体的开发、运营和广告发布服务	15.12	100%	城市生活圈广告市场广阔，预期未来具有稳定增长趋势。城市纵横经营情况及财务表现稳健，业务规模位居行业前列，管理团队拥有丰富的城市社区电梯媒体行业经验，其运营能力在广告业界领先。城市纵横可与公司促进在社区传媒方面的资源合作，可有力支持公司社区传媒资源提升效率，实现快速市场化扩张的目标。
	2020年1月8日	溧阳中立电梯	电梯	电梯制造与运营	-	60%	通过此次合作，碧桂园服务将引入专业技术与人才团队，按照社区的品质服务要求，建立电梯的统一管理标准，提升业户用梯满意度，增加社区品质服务的核心竞争力。与溧阳中立达成股权合作是碧桂园服务向专业市场化迈出的重要一步，电梯服务市场前景广阔，对溧阳中立寄予厚望，未来将通过两三年的努力，实现业务和利润快速增长，品质服务实力再提升。
	2020年4月9日	天津国际保险	保险	保险业务	0.3592	100%	经考虑天津国际拥有一个经验丰富且对保险业熟悉之团队，收购天津国际有助公司加速发展其小区保险销售业务、完善其小区增值业务及提升本公司未来盈利能力。
	2020年10月14日	满国康洁	环卫	城乡环境卫生一体化管理运营服务	24.5	70%	满国康洁成立于2015年，专业从事城乡环境卫生一体化管理运营服务，其业务覆盖中国25个省市自治区700多个项目，具备优秀管理运营能力及市场拓展能力，在全国率先实施城乡环卫一体化的业务。收购完成后，碧桂园服务将复制其运营管理模式并进一步巩固在全国城市服务市场的领先地位。
	2020年11月4日	福建东飞	环卫	城市环境服务	8.71	60%	福建东飞是福建省内知名的城市环境服务商，拥有福建省环境卫生作业企业甲级资质，主营业务涵盖了道路清扫保洁、生活垃圾收集运输、河道治理养护、绿化养护等城乡环境服务全产业链。在全国拥有项目公司数十个，服务团队过万人，各类环卫作业车辆数千辆。
新城悦服务	2019年5月6日	上海数渊信息科技有限公司	智能工程	智能家居、停车系统	0.2994	100%	拟积极介入开发商新建项目的智能化工程施工业务，建立高标准业务管理模式，实现本集团智能工程施工业务的高质量快速增长。收购上海数渊（主要从事与智能家居室内产品及智能停车系统产品有关的研究、销售及施工）将加强本集团于其所管理之物业发展智能社区及将本集团的服务范围从该等物业的公共区域扩大到室内的能力。此外，上海数渊设计及开发智能产品以及规划智能小区的能力将使本集团能够开发自有智能产品及提升其核心竞争力
绿城服务	2019年	Montessori Academy	教育	婴幼儿教育	3.2558	56%	拓展业务广度
	2017年	浙江绿华国际旅行社有限公司	文旅	旅游业务			拓展业务广度
浦江中国	2020年3月31日	南京松竹物业管理有限公司	环卫、文旅	主要从事提供物业管理服务、园林绿化、市政建设及设计、维护、物业维修、机械设备租赁、停车场管理、物业服务、保洁及装卸服务	0.04267	49%	1) 主要业务集中于南京，打算通过此次收购事项进一步扎实本集团在江苏省的布局，并在此基础上形成在南京市物业管理市场的市场辐射能力。2) 专业领域为景区管理。目标公司在加强南京文化旅游板块物业管理资源的整合方面彰显着巨大潜力。目标公司的业务与本集团现有业务范围互补性较强，本集团预想其将与本集团的商办及公众物业为主的物业管理服务，以及本集团通过间接非全资附属公司泓欣环境集团有限公司而新进入的环卫服务领域，共同产生良好的区域和品牌协同效应。3) 本集团目前透过数家附属公司及联营公司，均有从事景区及旅游资源的物业管理业务。董事认为此次收购事项即表示本集团努力进一步绑定南京旅游领域的资源，有望为本集团形成全国化的文化旅游物业管理专业能力打造坚实基础。
	2018年4月26日	上海外滩科浦工程管理有限公司	智能工程	智能工程管理、咨询、建筑、装饰、机械及电子设备安装、维护及其他相关服务。	0.0311	100%	为公司提供拓展至专业工程业务的机会。这将透过增强本集团在物业管理项目中提供智能工程服务的能力，巩固其于物业管理行业的地位。透过收购事项，本集团将进一步渗透至物业管理行业，且长期而言将提高利润率。

资料来源：公司公告，方正证券研究所

## 2.1 电梯服务：收购电梯维保公司股权，尝试电梯自保服务

政策红利下，电梯服务市场快速发展。电梯服务包括电梯销售、安装、维修及保养。作为电梯制造业的下游产业，中国电梯服务行业在电梯制造业快速发展所产生的巨大市场力的推动下，已经持续发展了30年。政府工作报告在2018年至2019年连续两年提出“支持加装电梯和无障碍环境建设”，也将极大程度促进市场服务行业的发展。政府



出台了各项政策以鼓励电梯安装，如住建部办公厅于 2019 年 2 月发布的《住宅项目规范（征求意见稿）》及《非住宅项目规范（征求意见稿）》均明确要求在新建的楼宇安装电梯，从而促进电梯服务市场快速增长。

图表4： 电梯服务行业相关政策梳理

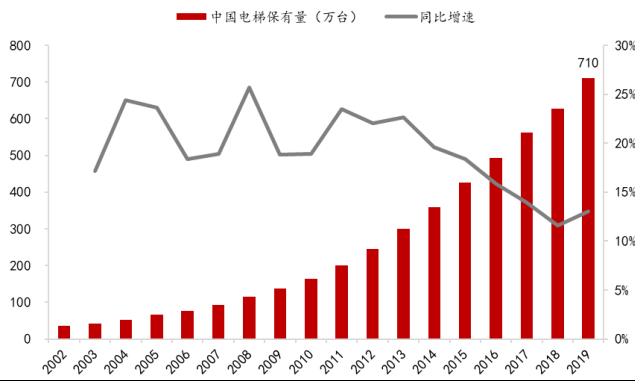
日期	政策名称	内容
2020 年 5 月	《政府工作报告》	新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个， <b>支持管网改造、加装电梯等</b> ，发展居家养老、用餐、保洁等多样社区服务。加强交通、水利等重大工程建设。
2019 年 4 月	《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》	小区内房屋公共区域修缮、建筑节能改造，有条件的居住建筑加装电梯等；纳入中央补助支持老旧小区改造计划项目，改造内容须包括对水、电、路、气 4 项设施中至少 2 项进行更新；或者虽未对水、电、路、气设施更新，但 <b>包括加装电梯</b> 。
2019 年 4 月	《关于落实〈政府工作报告〉重点工作部门分工的意见》	提出继续深入推进新型城镇化。为更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。继续推进地下综合管廊建设。城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施， <b>支持加装电梯和无障碍环境建设</b> 。
2019 年 3 月	《政府工作报告》	城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施， <b>支持加装电梯和无障碍环境建设</b> ，健全便民市场、便利店、步行街、停车场等生活服务设施。
2019 年 2 月	《住宅项目规范（征求意见稿）》及《非住宅项目规范（征求意见稿）》	<b>明确要求在新建的楼宇安装电梯</b>
2019 年 1 月	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》	提倡加快推进老旧小区和老年家庭适老改造。有条件的地方可对 <b>老旧小区加装电梯</b> 、无障碍通道、适老化家居环境、适老辅具等方面进行补贴，调动市场积极性。
2018 年 3 月	《政府工作报告》	完善城镇规划，优先发展公共交通，健全菜市场、停车场等便民服务设施，加快无障碍设施建设。有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施， <b>鼓励有条件的加装电梯</b> 。
2018 年 2 月	《关于加强电梯质量安全工作的意见》	制定老旧小区更新改造大修有关政策，建立安全评估机制，畅通住房维修资金提取渠道，明确紧急动用维修资金程序和维修资金缺失情况下资金筹措机制， <b>推进老旧小区更新改造大修工作</b> 。
2017 年 6 月	《关于制定和实施老年人照顾服务项目的意见》	推进老年宜居社区、老年友好城市建设。提倡在推进与老年人日常生活密切相关的公共设施改造中，适当配套老年人出行辅助器具。加强社区、家庭的适老化设施改造，优先 <b>支持老年人居住比例高的住宅加装电梯等</b> 。
2017 年 3 月	《关于印发“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划的通知》	推动设施无障碍建设和改造，加强与老年人自主安全的通行道路、出入相关建筑物、搭乘公共交通工具、交流信息、获得社区服务密切相关的公共设施的无障碍设计与改造。加强居住区公共设施无障碍改造，重点对坡道、楼梯、 <b>电梯、扶手等公共建筑节点进行改造</b> 。
2017 年 1 月	《关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知》	强化建筑节能，推动建筑节能宜居综合改造试点城市建设，鼓励老旧住宅节能改造与抗震加固改造、加装电梯等适老化改造同步实施，完成公共建筑节能改造面积 1 亿平方米以上。强化重点用能设施节能管理，开展电梯能效测试与评价，在确保安全的前提下，鼓励永磁同步电机、变频调速、能量反馈等节能技术的集成应用， <b>开展老旧电梯安全节能改造工程试点</b> 。

资料来源：住建部、政府工作报告等，方正证券研究所

随着电梯产量和保有量的逐年攀升，电梯后市场——维修保养市场迎来巨大市场机遇。由于人口老龄化，电梯服务行业的市场需求驱动力已变为旧电梯的升级改造、家用电梯市场增量加快以及现有楼宇的电梯安装。电梯产量由 2015 年的 53 万部增至 2019 年的 117 万部，年复合增长率为 22.0%。电梯产量的稳步增长不断促进电梯销售、安装、维修及保养等相关服务的增长，为电梯服务业提供了良好的发展空间。中国电梯保有量从 2014 年的 360 万部快速增至 2019 年的 710 万部，年复合增长率为 14.6%。近年来，电梯产量逐年递增，国内电梯保有量逐年升高，不断推动电梯服务市场规模的增长，电梯后市场——维修保养市场的巨大市场机遇。《特种设备安全法》规定电梯应至少每 15 天按照国家安全技术规范的要求对电梯进行一次润滑、调整和检查，具有稳定和持续的维保需求。因此维保业务的市场规模与电梯保有量直接相关。截止到目前，国内电梯保有量 710 万台，按每台

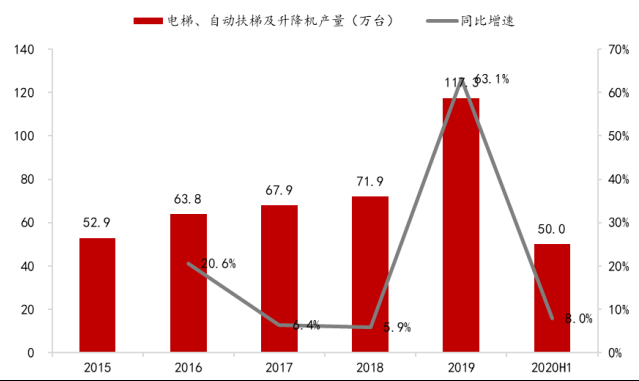
5000 元/年计算维保市场也超 350 亿空间。

图表5： 2019 年我国电梯保有量达 710 万台,14-19 年 CARG 达 14.6%



资料来源：国家质检总局，方正证券研究所

图表6： 2019 年我国电梯产量 117 万台，15-19 年 CARG 达 22%

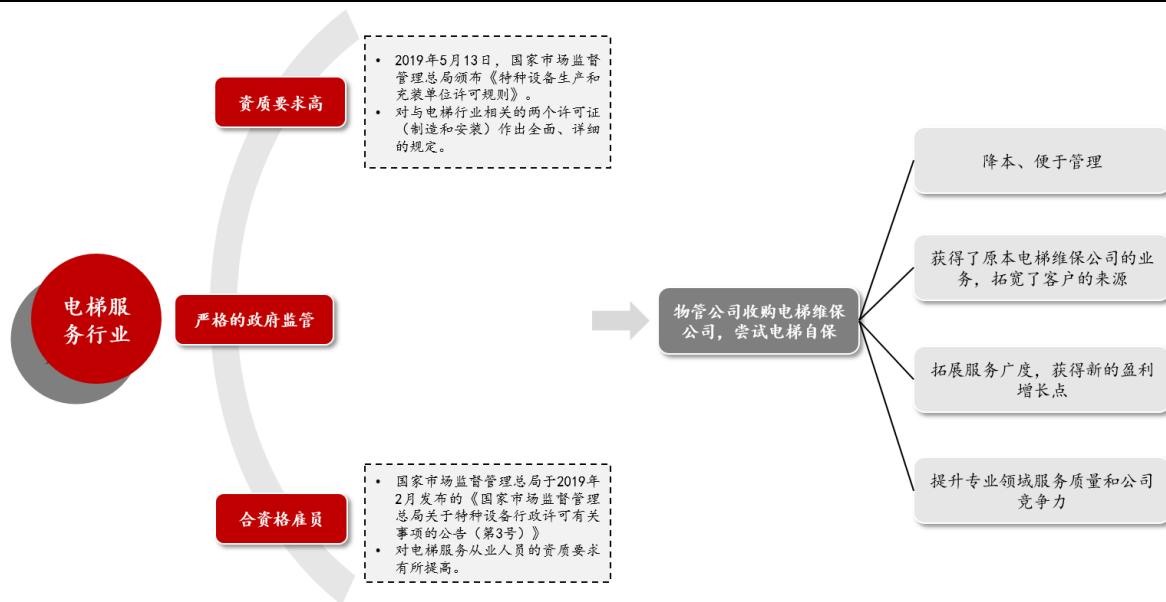


资料来源：国家统计局，方正证券研究所

电梯服务，尤其是维保业务与物业管理服务的关联度较大，但准入门槛相对于传统物业服务较高。主要的进入壁垒有：1) 资质要求高。电梯服务公司应当取得相应的经营许可证才能经营。2019 年 5 月 13 日，国家市场监督管理总局颁布《特种设备生产和充装单位许可规则》。该规则对与电梯行业相关的两个许可证（制造和安装）作出全面、详细的规定，进一步提高了电梯服务业的准入壁垒。2) 严格的政府监管。由于电梯服务行业的监管规定越来越多，电梯服务行业的新市场进入者将面临来自政府监管的巨大压力。3) 有无合格雇员。由于国家市场监督管理总局于 2019 年 2 月发布的《国家市场监督管理总局关于特种设备行政许可有关事项的公告（第 3 号）》，对电梯服务从业人员的资质要求有所提高，新市场进入者可能会难以招聘符合资质要求的雇员。

因此大型物业管理公司收购电梯维保公司部分或者全部股权，将成为公司切入该领域最便捷的方式。对于物业公司来说，既能降本，又便于管理。通过收购，也自然获得了原本电梯维保公司的业务，即获得了电梯公司原有的客户资源，更高价快速的接近了潜在的并购标的。物业管理行业本身的准入门槛较低，通过收购此类专业化程度较高的公司，提升了自身竞争力。

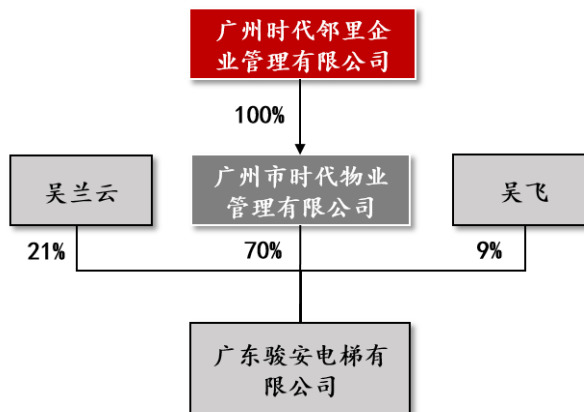
图表7: 物管公司通过收购电梯维保公司尝试电梯自保业务



资料来源: 国家市场监督管理总局, 方正证券研究所

时代邻里是物管行业内最早通过收购电梯业场景公司涉足电梯服务领域的公司。2016年8月9日, 时代邻里以2605.2万元的对价收购了广东骏安电梯有限公司70%的股权, 于2016年9月开始提供电梯销售及安装服务。公司计划2020-2022年再收购四家提供电梯相关服务的公司, 预计电梯服务收入将进一步快速增长。时代邻里通过附属公司骏安电梯提供电梯服务(包括电梯销售、安装、维修及保养), 骏安电梯具备提供该等服务的资质, 公司从第三方供货商处购买电梯, 同时也将部分电梯安装服务外包给合格的第三方分包商。骏安电梯担任上海三菱电梯有限公司广东省授权销售代理已逾十年, 通过收购骏安电梯, 时代邻里获得上海三菱电梯的特约销售代理权。截至2019年6月30日, 骏安电梯已安装逾500部电梯, 且已向逾3000部电梯提供维修及保养服务, 该等服务覆盖政府项目、工业园区、酒店、购物广场、医院、住宅楼及多功能综合体等多个项目。

图表8: 时代邻里收购广东骏安电梯有限公司70%的股权



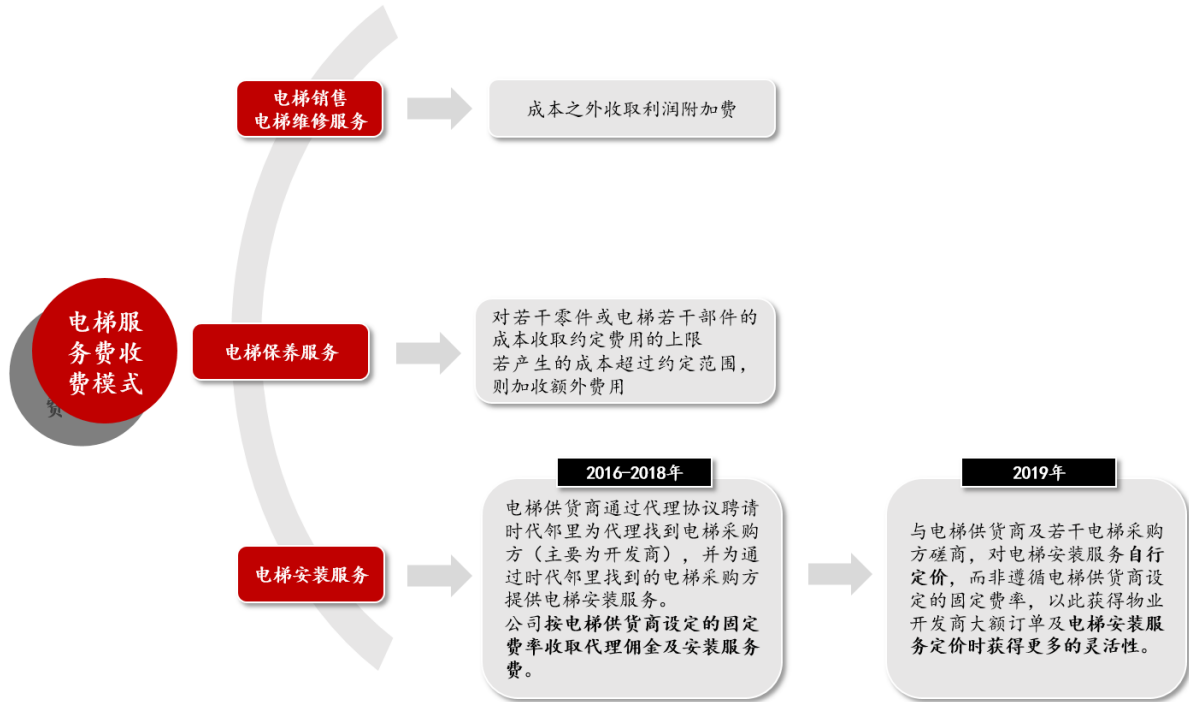
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

电梯及电梯部件的销售收入在资产控制权转移至客户时确认, 电梯安

装、维修及保养的服务收入在提供服务时确认。公司与客户预先协议每项服务的价格，并向客户发出账单，而价格因该月已完成服务的实际水平而异。公司通过以下方式确定电梯服务费：1) 就电梯销售及电梯维修服务而言，在成本之外收取利润附加费；2) 就电梯保养服务而言，对若干零件或电梯若干部件的成本收取约定费用的上限，若产生的成本超过约定范围，则加收额外费用；3) 就电梯安装服务而言，2016-2018 年电梯供货商通过代理协议聘请时代邻里为代理找到电梯采购方（主要为开发商），并为通过时代邻里找到的电梯采购方提供电梯安装服务。公司按电梯供货商设定的固定费率收取代理佣金及安装服务费。

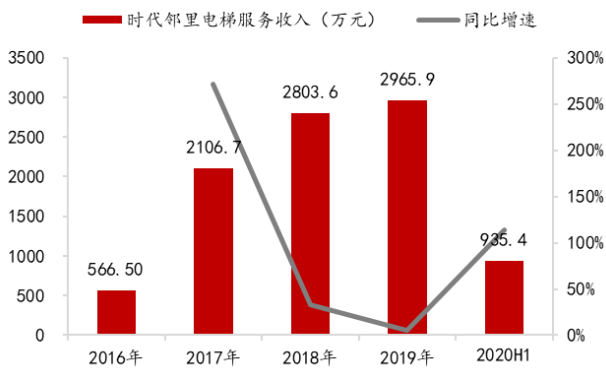
公司电梯安装业务定价获得更多灵活性，短期内虽然致使毛利率降低，但长期将提升该业务的盈利能力。出于业务优化的需要，2019 年公司采取新业务模式，公司和开发商签订大额订单，批量采购后分配整梯，本质在于扩大公司电梯业务规模，同时整梯销售可以使公司在电梯安装服务定价时获得更多的灵活性。截至 2019 年 10 月 31 日，已与电梯采购方订立四项大宗采购及分销整梯合约，合约总值约为 930 万元。采用新业务模式后，预计电梯服务收入将包括整梯销售收入。此外，综合现行市价、产品特征、时间要求及物业位置等因素，预期将对电梯安装服务自行定价，而非遵循电梯供货商设定的固定费率，虽然短期内导致专业服务毛利率下降了 5.8 个百分点，但新的定价模式将使公司在定价方面更具灵活性，从而进一步提高电梯安装服务的盈利能力。由于 2019 年上半年在与电梯供货商及采购方进行磋商的过程中，公司暂时暂停签订部分新合约，这导致公司 2019 年的电梯服务收入增速和占比较 2018 年有所下滑。2019 年公司电梯服务实现收入 2965.9 万元，2016-2019 年年复合增长率高达 73.6%，目前占公司专业服务收入的比重为 60.7%，占公司总营收的比重为 2.7%。2019 年 12 月 3 日，公司与母公司时代中国订立设备销售、安装及维护服务总协议，公司作为第三方电梯制造商的电梯分销商，向时代中国集团出售电梯，并提供该等电梯的配套安装、维护及维修服务。2019 年下半年公司签订了 62 份合约总价值约 1730 万元的电梯服务合约。

图表9： 物管公司电梯服务费确认的三种方式



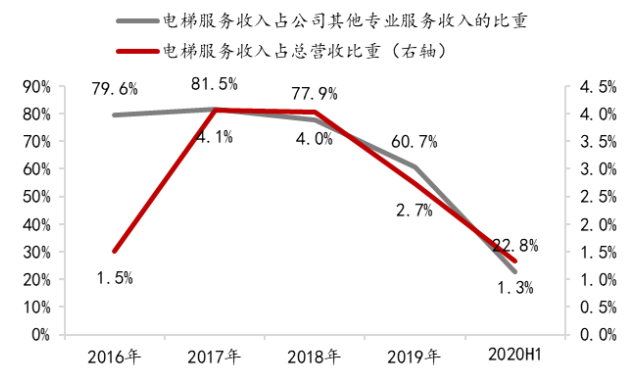
资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

图表10： 时代邻里 2019 年电梯服务实现收入 2965.9 亿元，16-19 年 CARG 达 73.6%



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表11： 时代邻里电梯服务收入占公司专业服务收入的比重约 61%，占公司总营收 3%

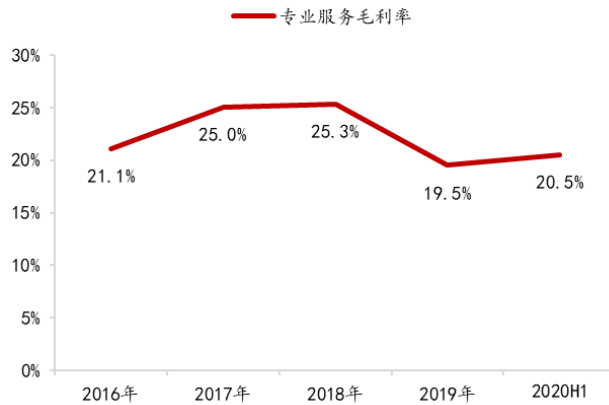


资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：专业服务主要包括电梯服务、智能化工程及市政环卫服务。



图表12: 时代邻里 2019 年专业服务毛利率因电梯服务业务模式改变有所下滑

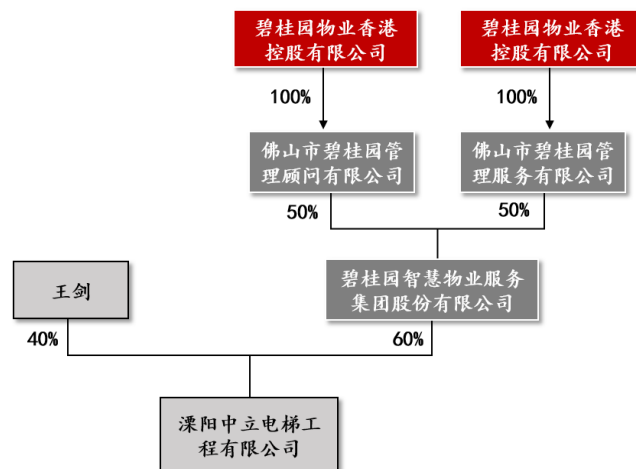


资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：专业服务主要包括电梯服务、智能化工程及市政环卫服务。

碧桂园服务收购了溧阳中立电梯 60% 的股权，目前公司已接管电梯超 4 万台，预计未来 5 年将超过 10 万台，自有电梯体量较大。2020 年 1 月 8 日，碧桂园服务与电梯专业公司溧阳中立电梯工程有限公司达成股权合作，正式收购溧阳中立 60% 股权。此次合作，进一步推进碧桂园服务社区电梯管理与服务标准化，提升业户用梯满意度，是公司向专业性服务领域迈出的第一步。3 月 18 日，公司与碧桂园订立电梯安装及服务框架协议，期限自 2020 年 3 月 18 日至 2020 年 12 月 31 日，在此期间内公司的成员公司可不时与碧桂园集团的成员公司订立个别协议，以提供电梯安装及其他服务。电梯安装及其他服务框架协议项下拟进行的交易年度上限为 4.6 亿元。物管公司通过收购电梯维保公司，并与房企母公司达成框架协议，房企母公司的房地产开发项目只购买电梯设备，安装和维保部分要交给物管公司旗下的场景公司来接手，或许将成为物管公司进入专业服务领域的一大趋势。

图表13: 碧桂园服务收购溧阳中立电梯 60% 的股权

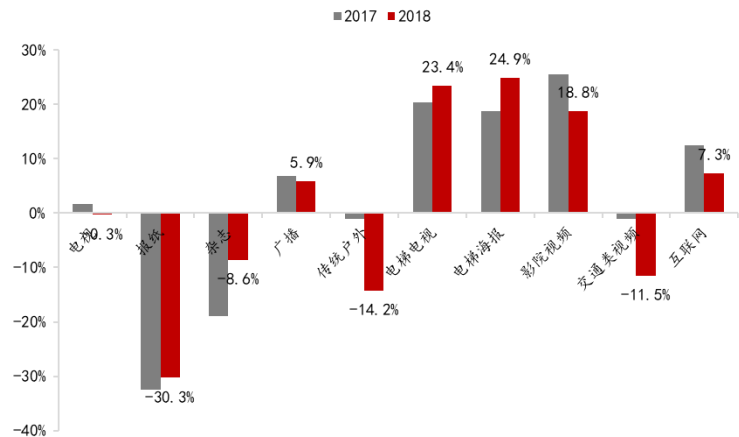


资料来源：企查查，方正证券研究所

## 2.2 城市生活圈广告服务：收购广告运营商盘活在手社区、楼宇传媒资源，加速增值服务传媒业务发展

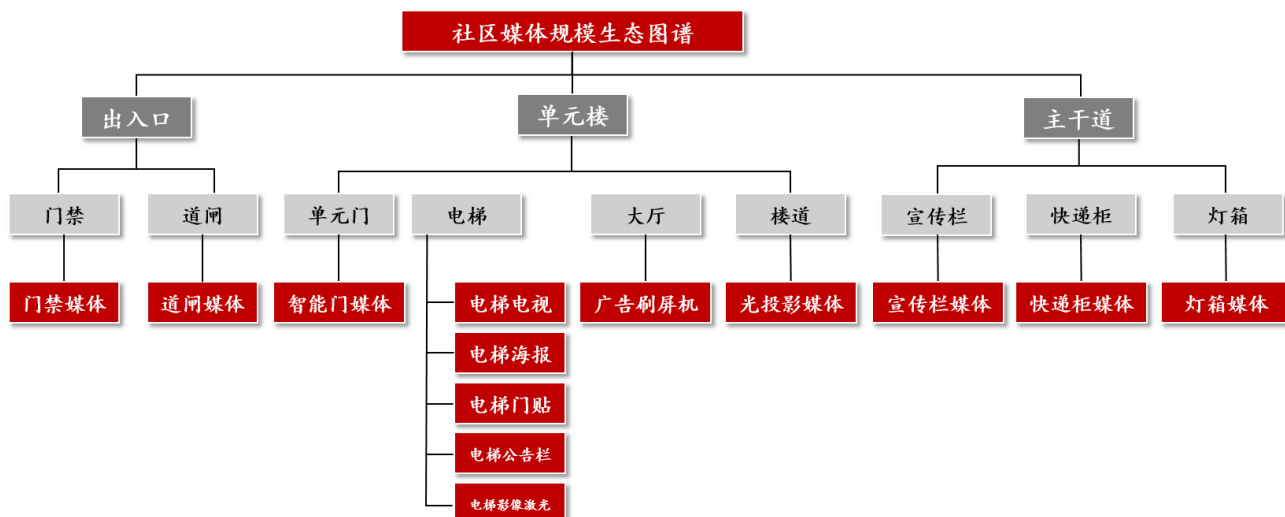
作为新媒体广告中的代表性媒介形式，城市楼宇电梯海报广告是目前物管公司掌握的最直接的楼宇与社区广告资源，市场想象空间巨大。电梯海报广告所位于的社区、写字楼、商场是主力城市消费人群最主要、最频繁进出的生活工作空间，利用电梯海报广告自身的低成本、强制被动阅读、重复收视、与线上广告互补等特殊属性，广告运营公司制定富有针对性的广告精准投放方案，在目标受众必经的生活轨迹中进行大规模、高频率、全覆盖、线上线下联动的宣传推广活动，最大限度提升广告投放效果。2019 年我国电梯保有量为 710 万台，楼宇电梯中用以张贴海报的广告位，一般单部电梯拥有 2-3 个版位，以此测算，我国电梯海报版位数量的空间约为 1775 万个。从客户需求方面看，根据 CTR 媒介智讯发布数据，2018 年电梯海报广告、电梯视频广告的刊例花费增长分别达 24.9%、23.4%，成为广告刊例花费增长最快的媒介。电梯广告收费主要根据投放的广告内容和投放的地段等来决定，一般全国平均电梯广告费用在 100-500 元/周不等，一线城市的电梯广告费用在 200 元-800 元/周不等，具体可与广告运营公司进行谈判商定。

图表 14： 2018 年电梯海报广告的刊例花费增长达 24.9%



资料来源：CTR，方正证券研究所

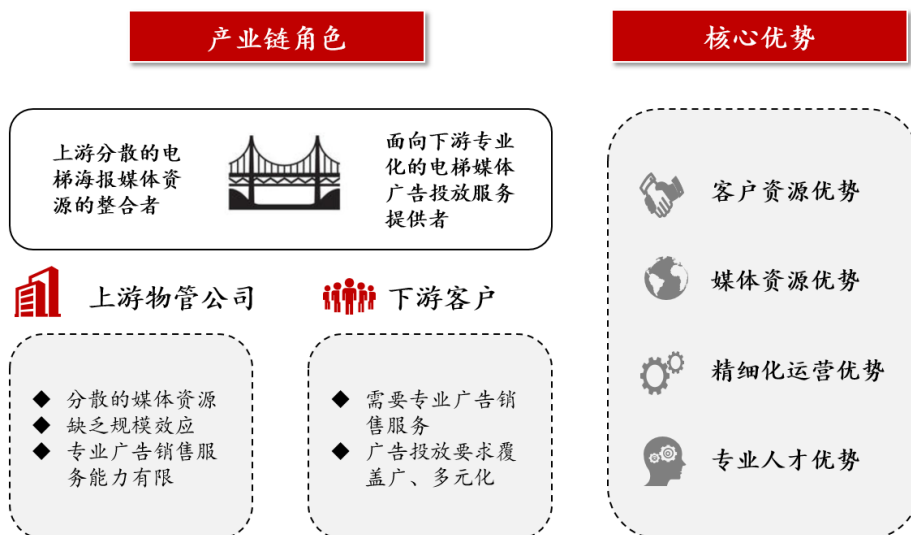
图表15: 社区媒体规模生态初显



资料来源: CTR, 方正证券研究所

广告运营商是上游物管公司与下游广告主之间的重要桥梁。电梯版位资源的最终管理者为物业管理公司，物管公司涉足广告业务相当于一手拥有终端投放点，一手拥有广告业务源，实现资源的高效匹配。但就单个社区或写字楼的物业管理公司而言，其掌握的电梯海报广告媒体资源数量少、品类单一，缺乏规模效应，同时自身缺乏相关服务的经验，难以用来直接承接广告主的广告投放需求。物业管理公司专门配备销售人员以进行电梯海报广告媒体资源的销售难以实现且成本过高。而广告运营商可以作为电梯海报广告媒体资源的整合者，能够将市场上分布在各个城市、各个楼宇中零散的电梯海报广告媒体资源聚合起来，创造出版位资源的规模效应，并进行专业化、系统化、精细化地管理与运营；同时有效地将各城市中小型电梯海报广告媒体资源运营商的闲置版位资源整合起来，并与下游大型客户对接；对版位资源进行不同组合，创造出不同的广告投放方案向客户进行推销，使其蕴含的广告价值能够得到充分体现。

图表16: 广告运营商是上游物管公司与下游广告主之间的重要桥梁



资料来源: 方正证券研究所

楼宇电梯海报广告行业的经营模式主要为：广告运营商向电梯海报广告媒体资源管理者，即物业管理公司直接采购电梯海报版位资源；同时，依托所掌握的版位资源为下游客户提供楼宇电梯海报广告发布及相关服务，下游客户包括广告主及广告代理公司等。各电梯海报广告媒体资源运营商通过将上游零散的楼宇电梯媒体版位资源整合为有效的广告媒体组合资源，并向下游客户提供专业的电梯海报广告发布服务实现盈利。如果物管公司收购相关广告运营商则可以顺势进入媒体资源运营的市场，对自身社区空间管理业务、社区传媒服务等业务的规模化开展起到明显的助力作用。

图表17： 电梯海报广告媒体资源运营商为物管公司的下游场景公司

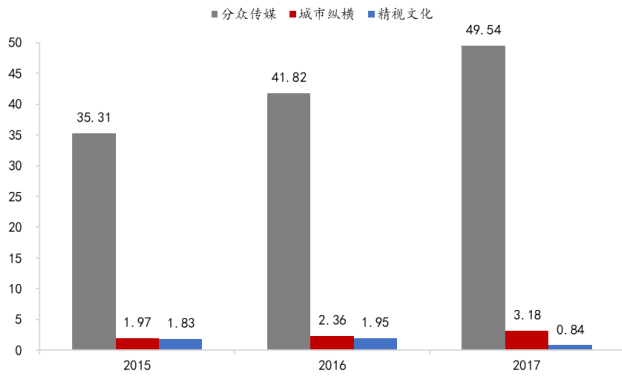


资料来源：公司公告，方正证券研究所

碧桂园服务通过收购城市纵横发力社区传媒板块。2020年7月30日，碧桂园服务宣布将以15.12亿元的对价分两阶段收购城市纵横100%股权。城市纵横成立于2010年，其主要业务为城市楼宇电梯海报媒体的开发、运营和广告发布服务，其主要业务为城市楼宇电梯海报媒体的开发、运营和广告发布服务，在超过240座城市覆盖超过200万块广告版位，其中约4万个为自营，一线城市以自营为主，二、三线城市以外购为主。碧桂园服务在管电梯4.4万台，电梯广告版位约13万个，其中近50%位于一线城市。根据公开披露数据，截至2018年末，城市纵横已经成为全国性电梯海报广告媒体资源运营商中的领先企业之一，该覆盖水平已接近行业龙头分众传媒。2019年碧桂园服务社区增值服务中社区传媒服务营收占比仅为0.97%，营收总额不足1亿元，营收不及蓝光嘉宝服务的广告业务（主要为通过“嘉宝生活家”移动应用广告服务产生的收入以及协议线下营销及产品推广服务所产生的收入）。碧桂园服务将借助专业公司的力量，不断推动自身相关业务的发展。通过收购城市纵横，碧桂园服务可将自有广告业务由外包转自营，将借助专业公司的力量，不断推动自身相关业务的发展，有效促进公司在管社区内传媒资源的盘活和合作，加速公司增值服务中传媒业务的发展，实现公司传媒业务快速市场化扩张目标。城市纵横有望凭借物管行业龙头的资源和影响力，逐渐形成“物业+广告”联盟，深度整合更大范围的社区传媒资源，实现共赢与协同。同时考虑到公司收购溧阳中立电梯，有望与电梯业务实现协同；还能通过继续

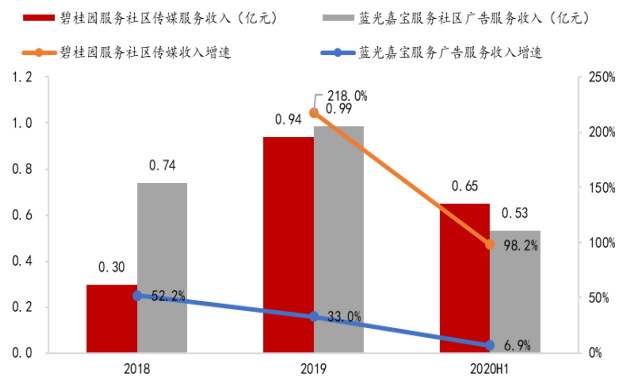
保持城市纵横原有的上游供应商的合作关系，快速渗透到非碧桂园服务管理的社区和楼宇的广告服务。

图表18: 2017年城市纵横电梯广告发布业务收入达3.18亿元



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表19: 碧桂园服务社区传媒服务收入高速增长

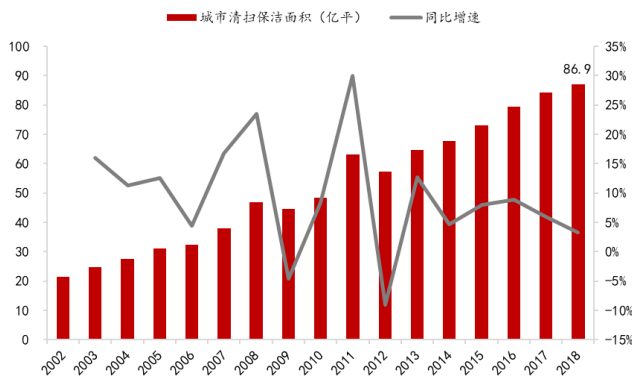


资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

### 2.3 市政环卫服务: 物业管理公司成为市政环卫新势力

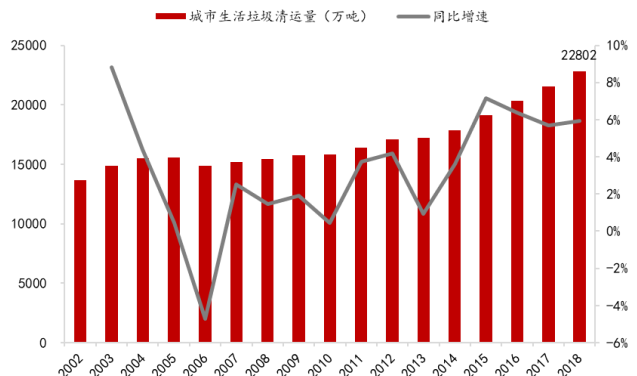
市政环卫市场空间较大。市政环卫是指对市政道路、广场、水域、公厕、垃圾中转站等各类城乡公共区域的环境卫生进行综合管理, 主要服务内容包括但不限于: 垃圾清扫、收集、垃圾清运、绿化带养护、公厕和垃圾中转站等环卫设施运营管理、市容管理、垃圾分类、重大活动环卫保障等。全国城市清扫保洁面积由2013年的64.6亿平增至2018年的86.9亿平, 年复合增长率为6.1%; 2018年城市生活垃圾清运量为2.28亿吨, 较2013年增长32.3%。未来, 随着城市道路清洁和生活垃圾清运需求的增加, 市政环卫市场规模将不断扩大, 增长前景广阔。

图表20: 2018年城市清扫保洁面积为86.9亿平, 2013-2018年年复合增长率达6.1%



资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所

图表21: 2018年城市生活垃圾清运量为2.28亿吨, 2013-2018年年复合增长率达5.8%



资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所

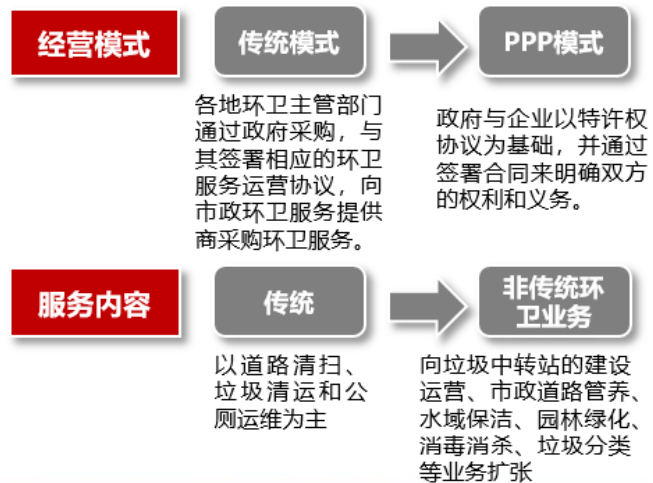
市政环卫项目的经营模式主要分为传统模式和PPP模式。传统模式指各地环卫主管部门通过政府采购, 与其签署相应的环卫服务运营协议, 向市政环卫服务提供商采购环卫服务。PPP模式指政府与企业以



特许权协议为基础，并通过签署合同来明确双方的权利和义务。目前，各地政府开始在市政环卫领域推行 PPP 模式，市政环卫项目更多交由市场化的第三方企业运作，从而实现管办分离，提高市政环卫的服务质量，改善居民生活环境。目前，各地政府开始在市政环卫领域推行 PPP 模式，市政环卫项目更多交由市场化的第三方企业运作，从而实现管办分离，提高市政环卫的服务质量，改善居民生活环境。

市政环卫市场化改革推进的同时，环卫增值服务的内容也在同步扩大。随着我国城镇化水平的提高及人们对城市环境要求的提升，环卫服务的内涵不断延伸，从传统的生活垃圾清运、道路清扫保洁等业务向垃圾中转站的建设运营、市政道路管养、水域保洁、园林绿化、消毒消杀、垃圾分类等非传统环卫业务横向纵向的扩张，形成打造城市管家的大环卫趋势。

图表22： 目前市政环卫项目的经营模式主要采用 PPP 模式，增值服务的内容也在同步扩大



资料来源：方正证券研究所

市政环卫行业处于市场化阶段，越来越多的物管公司参与环卫项目竞标，传统清洁、绿化等业务的积累是物管公司的重要筹码。市政环卫公司一般通过公开招标（尤其是政府项目）获得服务合约，市政环卫行业准入门槛相对较高：1) 公开招标的高门槛。市政环卫公司一般通过公开招标（尤其是政府项目）获得服务合约。新市场进入者可能会难以与具更高资质及更佳品牌知名度的大型市政环卫公司竞争。2) 高行业标准。市政环卫行业相对较高的服务标准增加了新市场进入者获得及重续服务合约的难度。

越来越多的物管公司参与到城市环卫项目的竞标，2019年9月，万科下属控股子公司深圳市万科物业服务有限公司中标“深圳市河流水质科技管控项目”，中标金额为1.91亿元。2020年5月6日，碧桂园服务中标山西寿阳县城环境卫生管理中心寿阳县环卫作业市场化运作项目，该项目预计将收到服务费为1.08亿元。2020年5月，洛阳市公共资源交易中心公布洛阳市涧西区道路清扫保洁服务项目开标，鑫梓润物业、春雨物业、保利物业、侨银环保、索克物业等五家企业

分获 1-5 标段，本次中标的五家企业中，除了侨银环保，其余四家均为物管公司。从经营范围来看，不少大型物管公司的工商登记内容与环境领域有诸多交叉。如万科物业、碧桂园物业、保利物业等的经营范围已涉及到环境领域水、固废、大气等各方面。

图表23: 碧桂园服务中标寿阳县城环境卫生管理中心寿阳县环卫作业市场化运作项目

服务规模	
①	清扫保洁服务面积约400.19万平。其中：主城区96.2万平、工业园区37.8万平、G307线75.9万平、S216线50.1万平、G339线50.3万平、国道周边商铺面积4.3万平、物业弃管老旧小区41.1万平、寿羊线6万平。
②	城区垃圾收集转运（生活垃圾日均产量64.65吨，餐厨垃圾日均产量15吨）
③	公厕45座（后续新建公厕按管护单价计算费用）
④	路灯管护9777盏
⑤	绿化养护面积147万平
⑥	26.57千米地下管网清淤维护
⑦	11座乡镇中转站运营及垃圾转运

服务内容	
①	街路、道路清扫保洁、工业园区道路清扫保洁；
②	城区垃圾收集、运输及餐厨垃圾的收集运输，乡镇垃圾中转站垃圾转运及中转站运行维护；
③	公厕设施管理、运行维护及保洁；
④	环卫基础设施管理和维护；
⑤	物业弃管老旧小区院区清扫保洁、垃圾清运；
⑥	广场、公园、绿化带清扫保洁；
⑦	绿地游园植被养护；
⑧	交通设施清洗及街道立面小广告、喷涂广告清理；
⑨	路灯的定时开关和日常维修工作；
⑩	创卫、迎检等重大活动保障任务及突发事件、灾害天气应急处理；
⑪	清雪、融雪、市政排污管道淤堵清掏及污水井口的维修清理；
⑫	国、省道两侧商铺区域保洁；
⑬	配合政府做好垃圾分类等其它工作；
⑭	智慧环卫平台建设；
⑮	城区卫生死角、乱倒垃圾的清理和日常管理作业。

资料来源：中国山西政府采购网，方正证券研究所

图表24: 从经营范围来看，不少大型物管公司的工商登记内容与环境领域有诸多交叉

重点物管公司的环境领域的经营范围	
万科物业	环境卫生及绿化的管理;环境与生态监测服务;从事自有物业管理范围内的二次供水设施清洗消毒业务。
南都物业	城市生活垃圾清运服务(凭许可证经营);河道清洁服务;市政工程。
保利物业	园林绿化工程服务;景观和绿地设施工程施工;再生资源回收与批发。
碧桂园智慧物业	自然生态系统保护管理、水污染治理、大气污染治理、固体废物治理、噪声与振动控制服务;空气检测与治理;市政道路保洁、垃圾收集和转运。

资料来源：企查查，方正证券研究所

除了直接参与政府公开招标，物管公司还通过并购和与专业环卫公司签署战略合作协议从传统的社区景观业务到全面布局城市环保产业，

**通过业务延伸，切入环保领域。**时代邻里较早地战略性地关注城市道路清洁和垃圾清运市场。2019年3月收购了广州东康（一家以市场为导向的专业市政环卫服务供货商），进入了市政环卫服务领域，为公共道路、垃圾站及公园等市政环卫项目提供道路清洁、垃圾回收及垃圾运输服务。截至2019年年末，公司在管6个市政环卫项目，均位于大湾区，在管面积约810万平，占总合约管理面积的14%，2019年市政环卫服务产生收入1455.4万元，占专业服务收入比重的29.8%，占公司总营业收入的比重为1.3%。

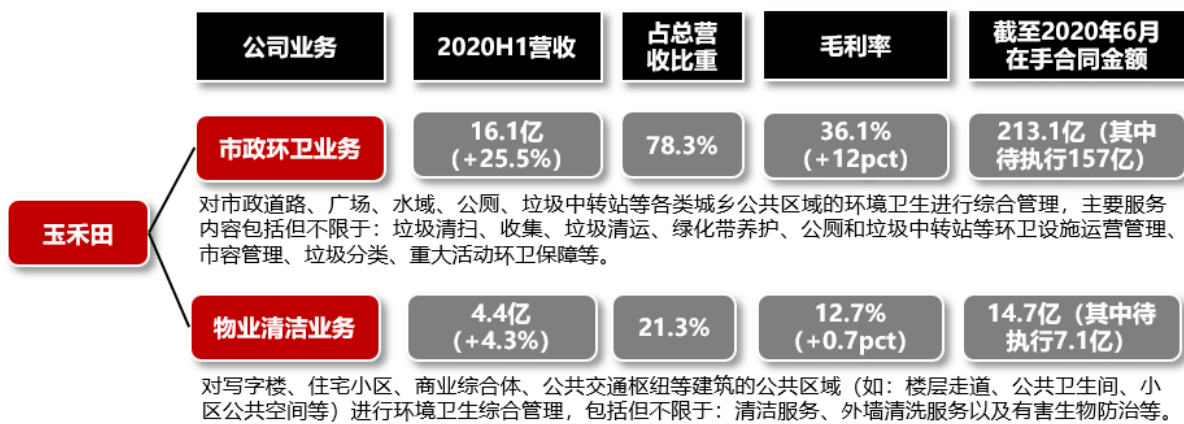
而今年以来，物管公司布局环卫领域的野心更加显露。6月，雅生活服务与玉禾田签署了《环卫一体化项目战略》，通过本次合作，有利于双方在环卫一体化领域的协同合作，有助于公司获取更多的业务资源和支持，进一步提升公司的行业地位和综合竞争力，对公司全国市场布局和落实中长期“物业+环卫”发展战略规划有重要意义。10月-11月，碧桂园服务先后以24.5亿和不高于8.7亿元分别收购满国康洁70%的股权和福建东飞60%的股权。满国康洁成立于2015年，专业从事城乡环境卫生一体化管理运营服务，其业务覆盖中国25个省市自治区700多个项目，具备优秀管理运营能力及市场拓展能力，在全国率先实施城乡环卫一体化的业务；福建东飞是福建省内知名的城市环境服务商。收购完成后，碧桂园服务将复制其运营管理模式并进一步巩固在全国城市服务市场的领先地位。10月金地物业宣布与辽宁陆帆达成战略合作，拟在垃圾分类上下游等合作。通过本次战略合作签约，双方建立起一个长效的沟通平台，未来将在资源互换、服务延伸、垃圾分类上下游产业链等方面寻找合作。同时，双方也将在城市服务领域深耕合作，共同探索合作新方向。

图表25: 物管公司环卫领域合作项目和收购项目

公司	时间	合作公司	成效
时代邻里	2019年3月	收购广州东康(一家以市场为导向的专业市政环卫服务供货商)	截至2019年年末,公司在管6个市政环卫项目,均位于大湾区,在管面积约810万平,占总合约管理面积的14%,2019年市政环卫服务产生收入1455.4万元,占专业服务收入比重的29.8%,占公司总营业收入的比重为1.3%。
雅生活服务	2020年6月	与玉禾田签署了《环卫一体化项目战略合作协议》	通过本次合作,有利于双方在环卫一体化领域的协同合作,有助于公司获取更多的业务资源和支持,进一步提升公司的行业地位和综合竞争力,对公司全国市场布局和落实中长期“物业+环卫”发展战略规划有重要意义。
碧桂园服务	2020年10月14日	24.5亿元的对价收购满国康洁70%股权	满国康洁成立于2015年,专业从事城乡环境卫生一体化管理运营服务,其业务覆盖中国25个省市自治区700多个项目,具备优秀管理运营能力及市场拓展能力,在全国率先实施城乡环卫一体化的业务。收购完成后,碧桂园服务将复制其运营管理模式并进一步巩固在全国城市服务市场的领先地位。
	2020年11月4日	总代价合计为不高于8.71亿元收购福建东飞共60%股权	福建东飞是福建省内知名的城市环境服务商,拥有福建省环境卫生作业企业甲级资质,主营业务涵盖了道路清扫保洁、生活垃圾收集运输、河道治理养护、绿化养护等城乡环境服务全产业链。在全国拥有项目公司数十个,服务团队过万人,各类环卫作业车辆数千辆。
金地物业	2020年10月14日	宣布与辽宁陆帆达成战略合作,拟在垃圾分类上下游等合作	通过本次战略合作签约,双方建立起一个长效的沟通平台,未来将在资源互换、服务延伸、垃圾分类上下游产业链等方面寻找合作。同时,双方也将在城市服务领域深耕合作,共同探索合作新方向。

资料来源:公司公告,方正证券研究所

图表26: 雅生活服务与玉禾田签署环卫一体化项目战略合作协议



资料来源：公司公告，方正证券研究所

### 3 谋篇关联度较高的独立自营业务，形成独特的竞争优势和品牌效应

物管公司在过去几年在自营业务方面（此处指的是主营业务中的非物业管理的相关业务，而非增值服务）曾经有过诸多尝试，试水社区零售、文化教育、养老等领域，但成效甚微。社区零售、养老、早教等服务虽与物管公司契合，且在物理距离上也有天然优势，但至今物管公司未寻找到合适的商业模式。

我们认为其根本原因有二：

- 1) 对于物管公司而言是全新的领域，较为碎片化且与公司其他业务的直接相关度偏弱。绝大多数物业公司对零售、早教、养老等业务都需要从“零”起步，这不仅需要大量的时间成本做业务积累，还要在开门店、搭建供应链、聘请相关专业人员上拿出巨大的投入，风险成本过大。
- 2) 成熟的竞争者较多，准入门槛相对不低。例如社区零售对于仓储、物流与供应链均有一定的门槛要求。
- 3) 区域联动性较弱。比如对于开设在社区附近的养老、早教和零售来说，一家门店通常只能与单一社区或几个社区产生联动，且在社区内的使用率也较低，目标用户仅为社区内单一特定群体。单一社区流量池过小，流量自生力不强，用户数量太少，且使用率不高，不足以支撑业务可持续发展。如果公司想要进一步拓展客户源或壮大业务，需开设新的门店，且拓展具有一定的难度。

我们认为物管公司需要寻找与主营业务关联度更高的配套自营业务，重点突破具有更高变现能力的核心业务品类。具备较强经营价值的物管公司自营业务应当具备以下几个特点：1) 与物业管理行业关联度较高：充分考虑公司原有物业管理服务内容和业态并能实现一定的协同效应；2) 能充分利用空间上的围墙优势：客户愿为“少走几步路”而付费。3) 高渗透率，客户必需使用：客户使用率较高，具有一定

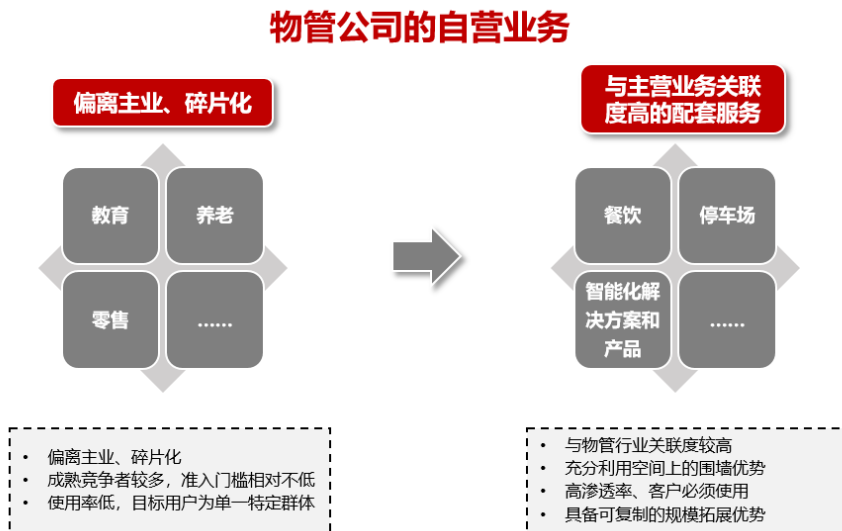


的“必需性”；4) 具备可复制的规模拓展优势：同个自营业务可以在多个项目中开展。

例如写字楼餐饮服务、商业停车楼管理等，则充分抓住了以上特点，针对写字楼内员工工作日用餐、停车这一“必需性”的用户痛点，充分利用物理距离上的围墙优势，客户流量较大；虽然员工食堂也只能与单一写字楼形成联动，但其客户使用率极高。

物管公司开展自营业务形成突破将容易形成行业壁垒，成为公司独有的竞争力，公司将具有以下优势：1) 公司自身能力增强，形成一定的技术壁垒；2) 增加业务多样性，摆脱过度依赖物业费和增值服务的现有模式，创造了更多的利润链，促成物管公司产业化发展，例如新开拓的餐饮服务可以进驻公司已经在管的非住宅项目；3) 提升公司的利润率；4) 业主满意度提升，为业主提供更多更好的服务选择，切合业主的需要。5) 形成较强的品牌效应，为规模拓展背书，例如优质的餐饮服务能协助公司自身在外拓写字楼和企业总部物业时处于有利地位。

图表27: 物管公司开展独立自主的自营业务



资料来源：方正证券研究所

### 3.1 餐饮服务：高度渗透商办业态，使公司在外拓相关业态时处于有利地位

餐饮服务与物管公司的商办业态契合度极高。办公楼业态可以经营自己的餐厅，满足员工的餐食需求。作为写字楼和企业总部项目的必要组成之一，餐饮服务和非住宅业态的项目拓展具有非常强的协同效应，将成为公司的一个新增长点。新开拓的餐饮服务可以进驻公司已经在管的非住宅项目，同时也能协助公司在外拓写字楼和企业总部的时候处于有利地位。

金融街物业的餐饮服务目前仍处于亏损结算，预计三年内将产生现金



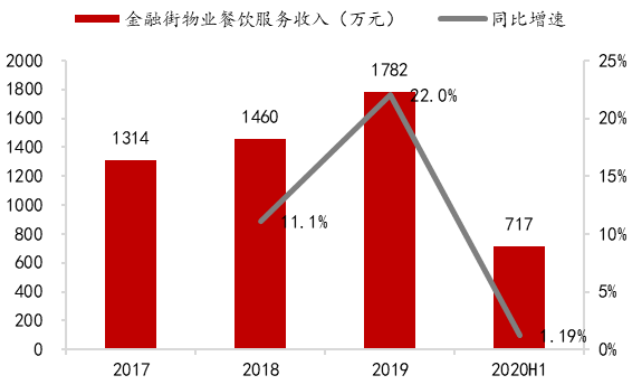
**投资回报。**公司经营“怡己(IZEE)”餐饮系列的咖啡馆、餐厅及面包店提供餐饮服务，餐饮服务目前仍处于亏损阶段。餐饮系列下设四个子品牌，即怡己咖啡、怡己三矢堂、怡己小厨及怡己烘坊。餐饮服务的收费模式为直接向使用此类服务的客户收取每次实际发生的费用。2017-2019 年公司提供餐饮服务所产生的收入分别为 1314、1460 和 1782 万元，分别占公司总收入的 1.7%、1.7%及 1.8%；毛利分别为-68、-365 和-288 万元，出现亏损主要是由于餐饮系列下的新餐厅及咖啡馆数目增加，导致其于业务初期阶段产生较高的营业成本。**餐饮系列的收支平衡期及投资回报期预计分别为 9 个月及 36 个月。**截至 2019 年 12 月 31 日，公司运营 10 家门店，即 7 家怡己咖啡店、1 家怡己三矢堂餐厅、1 家怡己烘坊面包店及 1 家怡己咖啡+牛排餐厅。上述 10 家门店中，5 家怡己咖啡店及的怡己三矢堂餐厅已实现收支平衡，平均收支平衡期为 4 个月，在预计收支平衡期之内；4 家怡己咖啡店已实现现金投资回报，平均现金投资回报期为 18 个月，在预计现金投资回报期之内。由于怡己咖啡+九刻牛排餐厅未能于开始营业起 9 个月内实现收支平衡，怡己咖啡+九刻牛排于 2020 年 4 月停业。虽然余下 2 家怡己咖啡店及 1 家怡己烘坊面包店于 2019 年底尚未实现收支平衡，经考虑其所处位置，公司已采取多项节省成本的措施，如果该 3 家门店于 2020 年底未能实现收支平衡，公司或会考虑停业。2020 年 1 月，公司通过开设一间怡己小厨餐厅向位于北京金融街区域的企业食堂提供饭菜来扩展公司“怡己”餐饮系；2020 年 4 月，在上海的另一家怡己三矢堂开业。

图表28: 公司经营“怡己(IZEE)”餐饮系列的怡己咖啡、怡己三矢堂、怡己小厨及怡己烘坊



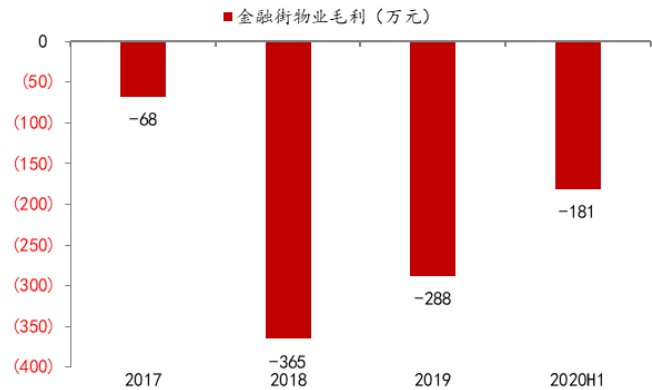
资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表29： 2019 年金融街物业餐饮服务收入 1782 万元，同比增长 22%



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表30： 金融街物业餐饮服务处于亏损阶段



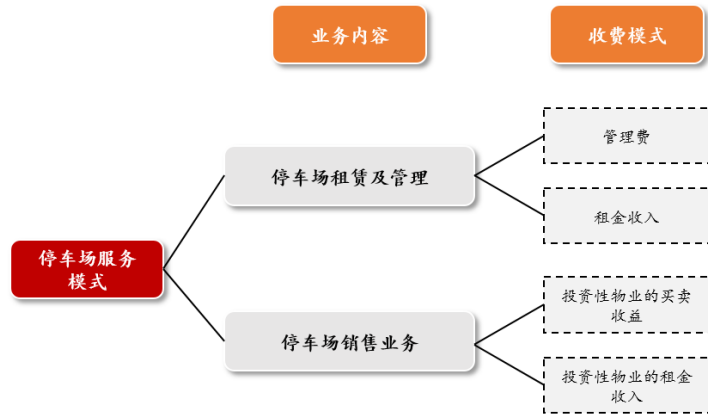
资料来源：公司公告，方正证券研究所

银城生活服务、新城悦服务策略性将业务范围拓展至餐饮业务。2020 年 3 月 12 日，银城生活服务宣布新成立一家公司，并策略性的将业务范围拓展至餐饮业务领域，新公司主要为集团管理的非住宅物业员工食堂提供餐饮服务。2020 年 5 月新城悦服务以 1.05 亿元收购诚悦时代 61.5% 的股权，公司战略性进入办公楼领域，将把诚悦时代甲级写字楼、企业总部和产业园等办公业态管理能力及配套餐饮的能力复制的全国，公司战略性进入办公楼领域，将把诚悦时代甲级写字楼、企业总部和产业园等办公业态管理能力及配套餐饮的能力复制的全国，同时其餐饮服务“悦食尚”2020 年上半年该板块产生收入 890 万元，占社区增值服务收入的 4.8%。成功引入的“悦食尚”服务，可以为业主提供食堂和宴会级别的餐饮服务，此服务将进驻公司已经在管的非住宅项目，同时也能协助公司在拓展写字楼和企业总部的时候处于有利地位。根据业绩会，今年上半年诚悦时代为新城悦服务贡献了 3171 万的收入，其中餐饮占 900 万左右，物业服务在 2300 万左右。不过新增的餐饮服务毛利率低于社区增值服务的整体毛利率，所以上半年新城悦服务社区增值服务毛利率从 2019 年同期的 60.9% 下降 18.2 个百分点至 42.7%。

### 3.2 停车场服务：作为业主使用率最高的增值服务，目前收入贡献度相对较小

停车场作为住宅小区和商业写字楼的配套项目，同建筑物的主体一样，物业管理服务的相关内容涵盖停车场的管理服务。停车场运营板块前景广阔，物管公司停车场相关业务主要分为停车场租赁管理（收取管理费及租金收入）和停车场销售业务（收取投资性物业的买卖收益以及拟定后期需要销售的车位在销售前先通过出租赚取一定的收益）两方面。停车场需要嫁接于基础物业服务，具备较强的客户黏性，也是使用率和渗透率最高的增值服务。

图表31: 物业公司停车场相关业务主要分为停车场租赁管理及停车场销售业务



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

上市物管公司中, 停车位租赁管理业务相对成熟的公司该部分业务收入占比在 3-8%左右。和泓服务的停车位租赁管理收入占比最高, 达总收入的 7.6%, 不过 2019 年因为停车位租赁数量减少导致停车位租赁管理收入同比下降 10.4%; 永升生活服务 2019 年停车位管理收入达 6968 万元, 同比大幅增长了 108.7%, 是停车场业务增长最快的公司; 保利物业的停车位管理收入量级最大, 接近 2 亿元。中海物业从 2018 年下半年开始涉足停车位买卖业务, 2019 年开始单独列示, 也是上市物管公司中唯一将这一业务单独列示的公司该业务 2019 年产生营业收入 960 万港币, 占总收入的比重为 0.2%, 毛利率为 44.6%, 远高于公司其他业务; 2020 年上半年产生营业收入 890 万元, 同比增长 62.4%, 占总收入的比重仅 0.2%, 毛利率为 25.8%。此外, 金融街物业也开展了停车场管理业务。

图表32: 2019 年上市物管公司停车位服务收入明细

2019 年物管公司停车位服务收入明细			
公司名称	收入 (万元)	收入增速	收入占比
和泓服务	1890	-10.4%	7.60%
时代邻里	4562	5.9%	4.22%
佳兆业美好	5210	5.5%	4.13%
永升生活服务	6968	108.7%	3.71%
保利物业	18270	-	3.06%
滨江服务	1062	-	1.51%

注: 其中时代邻里为公共空间租赁及停车位管理业务情况。

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

不同物管公司停车场服务收费内容略有不同。时代邻里帮助管理停车位, 向个人用户出租停车位及向使用停车位的租户收取管理费, 一般按月或按季度向停车位所有人收取服务管理费, 通过在成本之外收取利润附加费。和泓服务向业主及住户出租停车位并取得租金收入, 主要包括两部分: 来自租赁相关业主拥有的停车位的收益以及来自租赁投资物业停车位的收益 (拟定后期需要销售的车位在销售前先通过出

租赚取一定的收益)，来自租赁相关业主拥有的停车位的收益占比分别为96%，占用率约62.7%；投资物业停车位的租金收益率约2.8%，占用率约98%。**永升生活服务**停车服务包括管理、租赁及销售停车位，一般按照物业管理服务合同规定的费率按月收取管理服务的管理费，停车位相关的管理服务包括，如入口控制、监视及收取停车费用，服务主要通过分包商提供，管理的停车位主要归物业开发商所有。除了日常停车场运营管理服务外，**保利物业**充分结合停车场的设施、地理位置、车位分布、客户需求等特别，提供有针对性的秩序管控、经营开发、收费管理等运营方案。同时积极运用智能停车系统和智能设备，减少人员，降本增效。

图表33： 不同物管公司停车场服务收费内容略有不同

公司名称	业务内容
和泓服务	<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-right: 10px;">租金收入</div> <div style="display: flex; flex-direction: column; gap: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: 150px;">租赁相关业主拥有的停车位的收益</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: 150px;">拟定后期需要销售的车位在销售前先通过出租赚取一定的收益</div> </div> </div>
时代邻里	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">停车位管理费（成本+利润附加费）</div>
永升生活服务	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px; text-align: center;">停车位管理费（包括入口控制、监视及收取停车费用）</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px; text-align: center;">租金收入</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">销售停车位收益</div>
保利物业	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px; text-align: center;">日常停车场运营管理费</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">充分结合停车场的设施、地理位置、车位分布、客户需求等特点，提供有针对性的秩序管控、经营开发、收费管理等运营方案，并收取一定的费用。</div>

资料来源：公司公告，方正证券研究所

作为物业管理服务必备内容之一的停车服务，是一项高频、刚需的服务。专业的、全方位的停车管理服务能够提升业主满意度，也能形成物业管理服务中的亮点，促进物业管理费的收缴，从而形成物业服务的良性循环。物业管理行业的发展与停车管理行业的发展是相辅相成，相互促进的。

停车位具备稀缺性和收益性两大属性。物管公司手握稀缺资产的同时，如果采取自营的方式管理停车场，能保证其收益性不被外包公司所摊薄。通常而言，住宅停车场更关心业主服务，盈利性的关注度较低，市场化程度不高，物管公司主要通过停车场管理服务提升业主满意度和物业费的收缴率。而商业、写字楼停车场要用停车位实现盈利，因而更关心停车位周转率和空置率等问题。

### 3.3 智能化系统：作为自营产品向业主销售，向中小物管公司赋能

智能化系统作为自营产品向业主销售，成为新的增长点。在人工智能、云计算、大数据、物联网等技术的背景之下，传统的物业行业也早已

进入智能化时代。越来越多的物管公司尝试智能化、科技化改造，具备示范效应的一批智能小区项目正在行业中涌现，这对企业降本增效，提高服务品质，提升业主体验有促进作用。**已经成熟的智能化系统落地的物管公司可以销售其智能化解决方案和产品，向中小物管公司赋能，并获得新的盈利点。**

1) **新城悦服务**在智慧园区服务方面，2019 年营收 3.51 亿元，同比增长 263.1%，2015-2019 年的年复合增速为 120.9%，该业务板块的快速增长主要得益于本公司在智能工程施工方面的大力开拓，智能工程施工业务范围已经从住宅项目拓展到了大型智能商场项目。2019 年，一共完工了 14 个大型智能商场项目。同时，公司 2019 年收购的上海数渊信息科技有限公司旗下的停车管理系统全年一共完工 21 个停车场项目，上海数渊旗下的智慧家居业务从 2019 年 9 月开始在公司的新项目交付时作为一个自营产品面向业主销售，预计智慧家居解决方案及产品会成为公司智能园区业务的新增长点。2020 年上半年收入 2.08 亿元，占收入的比重达 17.1%，同比大幅增长 133%；除了一如既往承接新城系项目外，公司在 2020 年上半年实现了智慧园区第三方拓展的突破，与第三方签署的合约总金额达 4590 万元，其中包括在上海的标志性高档商场。

2) **时代邻里**通过全资子公司广州市邻里智能化工程有限公司围绕**智能车场、智慧监控、智慧门锁**三大板块重点发展，集平台开发、销售代理、施工安装、售后维护四位一体，于 2019 年内完成 85 个项目智能车场远程管控改造，40 个项目全国智能管控接入。通过提供智能化工程服务，公司已为客户开发一系列定制产品。例如，已开发一套具有多种在线及线下功能的智能停车管理系统，如在线支付及折扣管理系统、车牌识别系统及巡检系统，为公司的客户减少了人工成本并优化了客户体验。此外，公司为第三方提供软件开发服务。就公司智能化工程服务收费方式而言，公司通过在成本之外收取利润附加费。

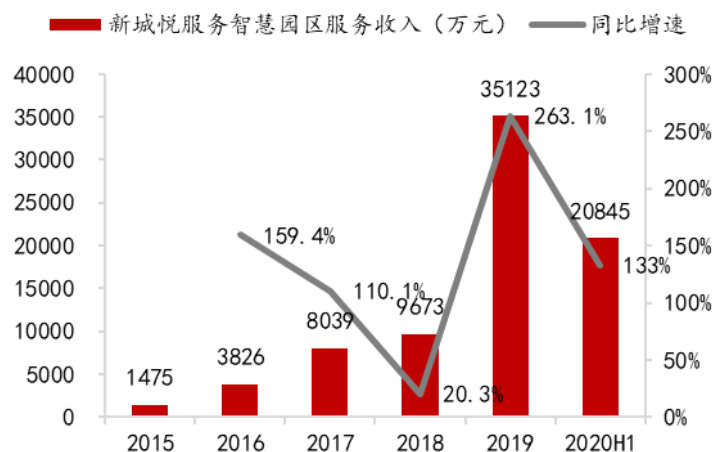


图表34: 物管公司智能化相关内容汇总表

公司名称	智能化相关服务	服务内容
新城悦服务	智慧园区服务	向物业开发商及物业项目提供电梯及只能保安设备的专业工程及维护服务： 1) 向业主提供的智慧园区服务：为社区内的电梯、各类公共区域或业主户内的智能化设施设备提供解决方案和维修保养服务； 2) 向开发商提供的智慧园区服务：提供新建房地产项目的智能化工程承包服务
时代邻里	智能化工程服务	1) 提供智慧园区解决方案：为开发商提供咨询服务以及销售智能化工程设备，旨在在各个方面提供智慧园区解决方案，包括但不限于项目规划及施工监理咨询。 2) 安装管理服务：提供有关各种智能设备安装的管理服务，以建立智慧园区。该等设备包括（其中包括）小区安防设备设施、智慧云车场及智慧管控平台。亦提供包括若干维修及保养服务在内的售后服务以确保智能设备的持续运行。
碧桂园服务	智慧小区科技应用	致力于用科技为业主带来更好、更安心的质量小区生活，已陆续落地行业首个基于AI+物联网的AI全栈解决方案产品体系，清洁机器人、智能音箱；推出小区防疫智能化方案，用数字化赋能守护者；与腾讯、阿里云、百度、海康威视、博智林机器人等高新科技公司战略合作，形成优势联盟伙伴。已成为物业领域布局新技术密度最高的物业企业之一，并向中小物企赋能。
鑫苑服务	智慧社区	致力于信息化及智能化建设，公司已完成「智慧小区1.0、2.0、3.0」整体规划和落地，对所有在管小区的智能硬件进行了整体的升级，构建起以人脸特征作为身份识别的依据，并以此为基础借助视频技术、深度学习技术等，实现小区信息化和身份识别的统一认证管理，与小区无缝链接，贯穿小区所有生活场景。 所使用的信息技术体系（由业务支持系统、管理支持系统、战略支持系统及客户服务系统组成），为公司的日常运营提供了一个全面的信息技术平台，并为提高公司的管理效率及业务表现提供了强而有力的支持。信息技术体系分别从现场作业效率提升、管理运营效率提升、战略决策效率提升以及小区服务效率提升等维度进行信息化的深度应用，2019年人均管理面积同比提升19.5%。
祈福生活服务	咨询科技服务	旗下的信息科技服务公司专注于建筑智能化工程、信息系统集成、安全防范系统等领域，通过领先的智能化系统解决方案，对外输出绿色节能环保技术。 信息科技服务公司为「祈福集团中心」大厦实施的楼宇智能化系统项目于2019年完工并投入使用，该系统包括楼宇自控系统、智能照明系统、电力监控系统三部分。
蓝光嘉宝服务	嘉宝精灵	2019年公司利用云计算、大数据、物联网、人工智能等先进技术手段，建设及升级财务共享中心、居家安防智能巡检系统等12大管理系统，实现管理、决策效率的大幅提升。公司开发互动声控智能硬件「嘉宝精灵」提供物业管理服务；注册软硬件发明专利6项并与中国电信、商汤科技等34家优秀企业订立战略合作安排；智慧社区建设乃基于「硬件—平台—服务」模式，在老旧小区智能化改造、智慧案场+智慧小区打造、智能化弱电施工及户内安防/别墅定制4大业态实现重大突破。
佳兆业美好	智能解决方案服务	2019年佳科智能积极承接成都市市政项目，开拓市政公交枢纽智能化工程新领域；继续与多家百强房企战略合作，协同创造无感通行全场景应用时代。公司2019年实现了停车场网关车牌识别全自动化，并开始逐步进行智能化战略部署。2019年，智能解决方案服务实现收入约1.13亿元，同比增长37.4%。

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表35: 新城悦服务智慧园区服务15-19年的年复合增速为120.9%



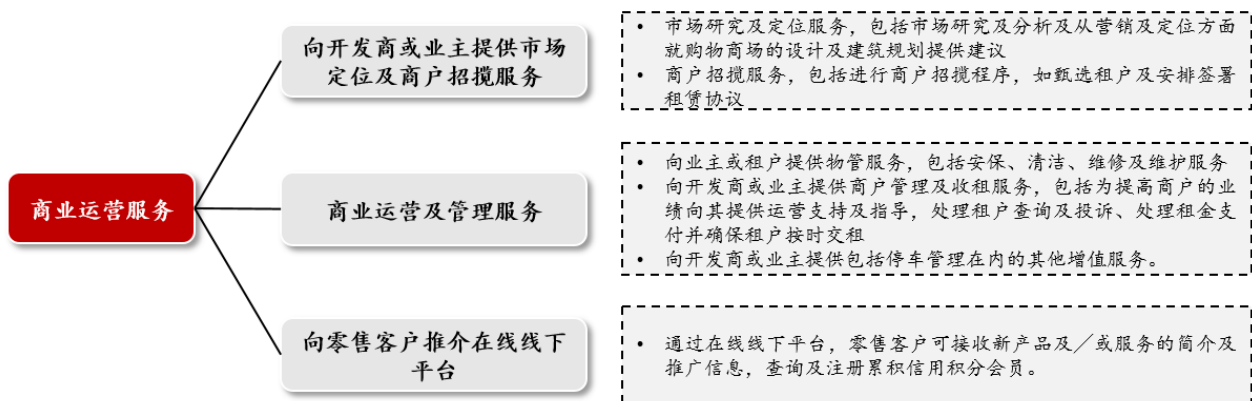
资料来源：公司公告，方正证券研究所

### 3.4 商业运营：发挥业务协同效应，提供优质商业运营及管理服务

配合公司在物管行业的丰富经验，物管公司可以在商业项目营业后提

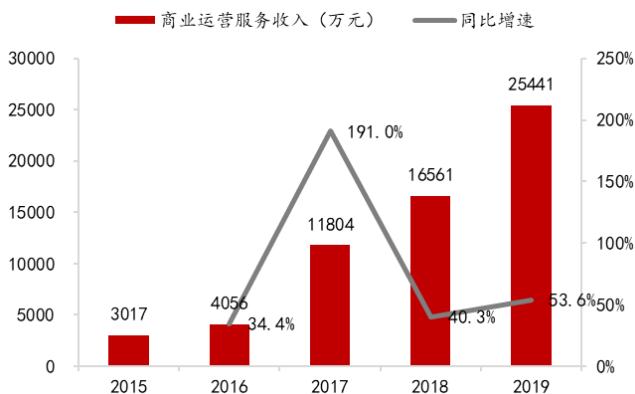
供优质的商业运营及管理服务，发挥业务的协同效应。截至 2019 年年末，奥园健康共向 37 个商场签订合同提供商业运营服务，合同总建筑面积约为 180 万平方米，其中，奥园健康向 28 个合同总建筑面积约为 150 万平方米的商场提供开业后的商业运营及管理服务。2019 年新增合同建筑面积为 49.3 万平方米，同比增长 38.8%，实现营业收入 2.54 亿元，同比增长 53.6%，2015-2019 年年复合增长率达 70.4%。**奥园健康的商业运营服务 2019 年毛利率为 44.5%，较物业管理服务的 34.6% 高出约 9.9 个百分点。**此外，商业运营服务的总营收占比从 2018 年的 26.8% 增长到了 2019 年的 28.2%。可以看出，奥园健康 2019 年总体毛利率的提高，一定程度上得益于商业运营业务收入比重的增加。

图表36: 物管公司商业运营服务内容



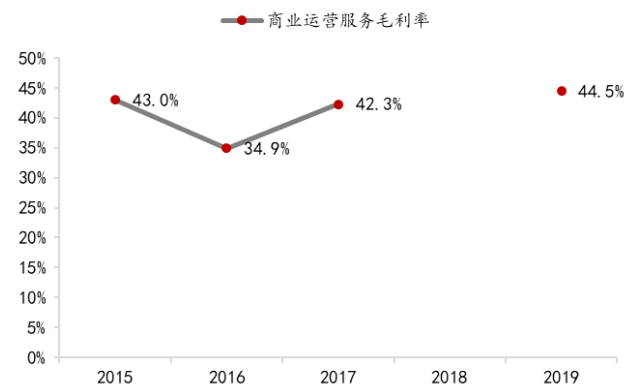
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表37: 2015-2019 年奥园健康商业运营服务收入年复合收入为 70.4%



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表38: 奥园健康商业运营服务毛利率较高，稳定在 40% 以上



资料来源：公司公告，方正证券研究所

#### 4 投资建议

我国物业管理行业迎来产业新变局。近两年来通过收并购扩规模的意图始终没有改变，但是潜在标的由原本传统的物管公司，逐渐延伸至产业链上下游的场景公司。自营业务的拓展也从原本为追求业务广度、全周期覆盖而开拓各类全新领域的服务，转变为了寻求与物管公

司主营业务关联度更高、具有一定“必需性”的配套业务。我们建议关注：1) 积极收购场景公司，优先布局下游产业链的物管公司：碧桂园服务、时代邻里、雅生活服务。2) 开展高关联度自营业务的物管公司：新城悦服务、金融街物业。

## 5 风险提示

管理规模拓展不及预期；跨行业经营缺乏相关业务专业性；前期业务开展成本较高；收并购业务协同不达预期；增值服务开展进度不及预期；行业受到政策打压。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的执业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com