

房地产之物业管理篇——

规模增长与头部扩张双轮驱动，行业迎来黄金时代

■ 我国物业管理行业市场规模 7000 亿元，目前以基础服务收入为主，增值服务收入占比呈逐年递增的态势。基础物业服务收入中住宅业态、非住宅业态占比分别为 47.6%、52.4%。非住宅业态面对单一业主市场化程度更高，同时有着物业费单价、收缴率高的优点，整体看盈利能力更强，成为物企积极拓展的重要方向。增值服务收入中社区增值服务、非业主增值占比各约 50%。非业主增值服务的基础是地产开发，受房地产开发、销售、交付的影响较大，与房地产周期紧密相关。社区增值服务具有业务场景丰富、种类多元的特点，且一定程度上独立于地产周期，将成为行业利润的重要增长点。根据我们的测算未来 5 年行业整体营收增长率在 15%-20%之间，呈现持续向好趋势。

■ 基础物业服务收入增长来看，住宅业态关注地产竣工，非住宅业态关注渗透率提升。现阶段基础管理面积仍是物业管理行业增长的主要驱动因素。受益于未来 5 年地产竣工的高增长，住宅、非住宅预计每年分别有 7 亿平方米、2.5 亿平方米的增量规模。同时，现存老旧小区改造整体市场规模为 1000 亿元，“放管服”改革会带动非住宅物业渗透率提升，相较现在的市场规模有 7600 亿元的增量空间。

■ 增值服务收入的增长主要看科技赋能的社区增值服务。头部物企通过自己的服务 APP 布局门禁、线上缴费等功能形成天然流量，同时进一步丰富 APP 服务到在线商城、家政、家装宅配、旅游、理财等社区增值服务。目前行业整体科技应用普及率不高，流量变现商业模式尚不成熟。但是我们仍看好社区增值服务的未来发展前景，首先社区增值服务受地产周期影响最小、毛利率最高。其次在互联网巨头和物企龙头的参与下，科技应用会被不断输出，普及率会进一步提升。

■ 集中度持续提升，资本助力行业整合。行业目前呈现小而散的格局，集中度 CR10 为 11.4%。头部物企因背靠房地产开发企业，同时拥有股东背景、资金、口碑等优势，加速规模扩张。2018 年以来赴港上市的物业企业增多，进一步带动了行业内并购增加。收并购是物业企业规模快速扩张的重要选择，未来仍会是物业企业上市及并购的大年，助推行业集中度进一步提升。

■ 布局建议：建议积极参与到物业企业发展过程中，为物企客户定制投行、零售、公司业务综合服务方案（招商银行各部如有投行、对公、零售业务机会，请联系文末相关部门作者）。

■ 风险提示：房地产规模增速不及预期；国内经济增速回落，增值服务需求大幅下行；行业政策风险。

杨侦誉

行业研究员

☎：0755-82947832

✉：sunyzy@cmbchina.com

段志远

投资银行部并购融资团队

☎：0755-88026064

✉：duanzhiyuan@cmbchina.com

李昀格

房地产战略客户部

☎：+86-18617040808

✉：liyunge@cmbchina.com

古翔宇

零售战略联盟部

☎：0755-89271621

✉：guxiangyu@cmbchina.com

目录

1. 物业行业收入以基础服务为主，成本中人力支出占比最高	1
1.1 收入：我国物业管理市场 7000 亿，基础服务收入占八成	1
基础业务服务收入：住宅业态占比约五成，非住宅是物企积极拓展的方向	2
增值业务服务收入：非业主增值服务与社区增值服务各贡献一半收入	3
1.2 毛利率和成本：社区增值服务毛利率最高，人力成本支出较多	4
1.3 政策：从规范到鼓励，向市场化推进	6
2. 基础服务收入增长有边界，科技赋能增值服务带来广阔增长空间	7
2.1 基础物业服务收入增长：住宅业态关注地产竣工，非住宅业态渗透率提升可增长空间更大	8
住宅业态：地产竣工每年约有 175 亿增量规模，老旧小区改造未来 5 年可能会有 1000 亿元增量	8
非住宅：存量非住宅物业渗透率提升的市场空间约 7600 亿元	9
3. 集中度进一步提升，龙头物企依托股东背景、资金等优势加速扩张	13
3.1 行业高度分散，集中度持续提升	13
3.2 背靠龙头房企的物企优势明显	14
3.3 资本助推龙头企业进一步整合	15
4. 银行与物业管理企业的合作路径	19
4.1 投行业务	19
4.2 对公业务	19
4.3 零售业务	19
5. 风险提示	19

图目录

图 1: 2013-2018 物业管理行业管理面积变动情况.....	1
图 2: 2013-2018 物业管理行业收入变动情况.....	1
图 3: 2015-2019 百强物企营业收入组成.....	2
图 4: 2015-2019 百强物企净利润组成.....	2
图 5: 百强物企单位面积物业管理费（元/m ² .月）.....	2
图 6: 2018 年物业 500 强各业态在管面积分布.....	3
图 7: 2016-2019 年百强物企增值服务收入构成.....	3
图 8: 2019 年百强物企社区增值服务收入构成.....	3
图 9: 增值服务主要内容.....	4
图 10: 部分物企 2019 年分业务毛利率统计.....	5
图 11: 2019 年百强物业企业成本结构.....	5
图 12: 2015-2019 百强物企人员费用占成本比重.....	6
图 13: 2015-2019 百强物企基础服务外包占比.....	6
图 14: 物业管理行业增量空间.....	7
图 15: 历年商品住宅竣工面积及同比变化.....	8
图 16: 历年商品住宅新开工面积及同比变化.....	8
图 17: 历年非住宅房竣工面积及同比变化.....	9
图 18: 历年非住宅新开工面积及同比变化.....	9
图 19: 智能化物业场景应用.....	11
图 20: 2013-2018 物业管理企业市场份额变化.....	13
图 21: 2013-2019 房地产开发企业市场份额变化.....	13
图 22: 2018 年百强物企分组在管面积、储备面积、营业收入及增速.....	14
图 23: 拥有强地产背景的物业企业在在管面积规模和增速上具有优势.....	15
图 24: 已上市物业企业总市值变化（亿元）.....	16
图 25: 2016-2020 上市物企二级市场估值变动.....	19

表目录

表 1: 2018 年基础物业服务收入占比及规模.....	2
表 2: 近期政府对于物业管理行业的部分政策.....	6
表 3: 老旧小区改造市场空间测算.....	9
表 4: 存量非住宅物业渗透率及市场空间测算.....	10
表 5: 部分龙头物企城市服务示例.....	10
表 6: 龙头物企 APP 增值服务布局.....	12
表 7: 2019 年物业企业区域横向并购与向增值服务纵向并购案例.....	17
表 8: 青岛雅园物业三次并购交易概况（万元）.....	19

附录

附录 1 有计划分拆上市及值得关注合作的物业客户名单	22
附录 2 物业管理公司并购框架额度授信策略	23

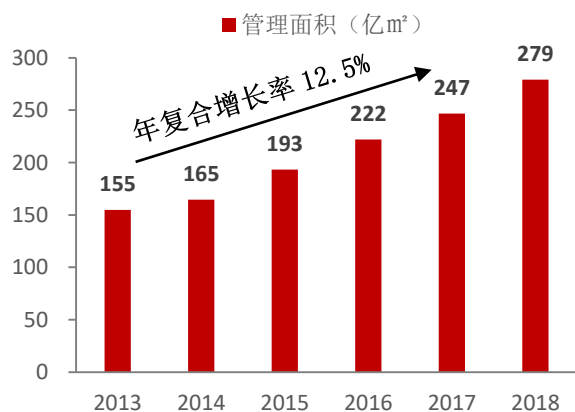
随着城镇化增速的放缓我国房地产逐渐步入存量时代，我们认为经营重点将逐渐从投资开发转向物业运营管理。近年来，地产开发企业纷纷抢滩物业管理市场，分拆物业子公司赴港上市以及积极参与并购。本文通过分析物业行业的收入构成、增长趋势和未来格局，认为行业发展空间广阔、集中度将进一步提升，龙头物企在此过程中具有优势。我行宜整合行内资源，积极参与到物业企业发展过程中，为客户定制零售、投行、公司业务综合服务方案。

1. 物业行业收入以基础服务为主，成本中人力支出占比最高

1.1 收入：我国物业管理市场 7000 亿，基础服务收入占八成

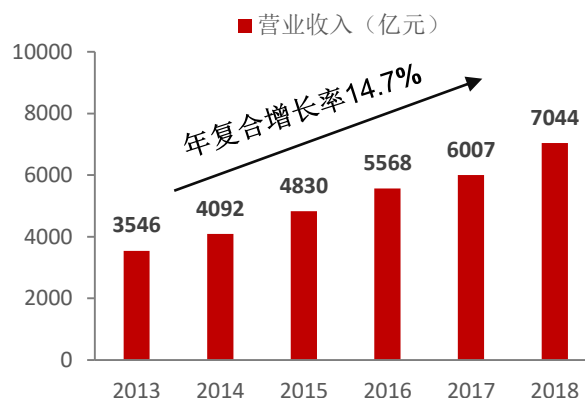
近年来我国物业管理行业规模呈现快速增长的态势。根据中国物业管理协会数据统计，截止 2018 年物业管理行业整体在管面积已达到 279.3 亿平方米，经营收入达到 7043.6 亿元。物业服务企业目前是增量和存量共同运营的市场。对于增量市场，会受到地产周期的影响，在地产上行期会获得更高的增量规模。转入存量运营后，因管理的项目具有高续约率、高收缴率的特点，又使其可以获得稳定的现金流流入，同时具备抗周期属性。根据中指研究院统计，2019 年百强物企的续约率均值为 98.4%，物业费收缴率均值为 93.1%。

图 1：2013-2018 物业管理行业管理面积变动情况



资料来源：中国物业管理协会，招商银行研究院

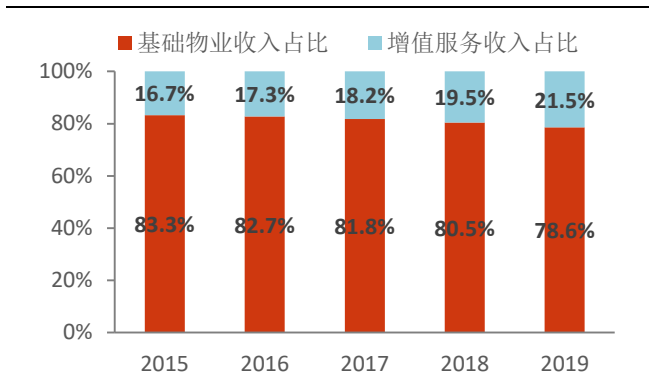
图 2：2013-2018 物业管理行业收入变动情况



资料来源：中国物业管理协会，招商银行研究院

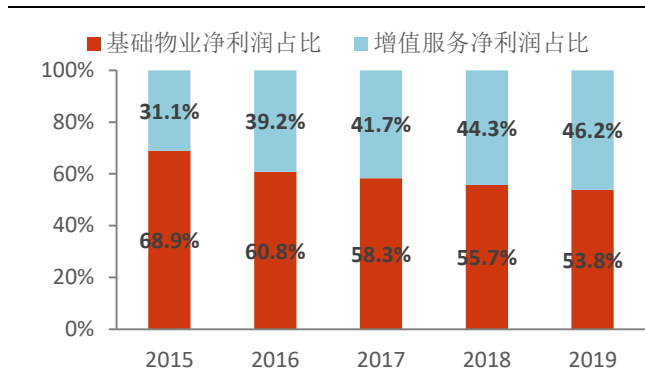
物业管理企业的收入主要由基础物业服务与增值服务构成。当前基础物业服务收入仍然是物业管理行业核心收入来源。中指研究院统计数据 displays，近年来百强物企基础服务收入占比虽呈逐年下降的态势，但在 2019 年占总营业收入的比重仍达到了 78.6%。增值服务的盈利能力强于基础物业服务并呈逐年增长的态势，2019 年增值服务净利润占整体的比重为 46.2%，有望成为新的利润增长点。

图 3：2015-2019 百强物企营业收入组成



资料来源：中指研究院，招商银行研究院

图 4：2015-2019 百强物企净利润组成



资料来源：中指研究院，招商银行研究院

基础物业服务收入：住宅业态占比约五成，非住宅是物企积极拓展的方向

基础物业服务模式相对简单，物业公司为业主提供安保、清洁、绿化、设备维护等标准化的服务，依照所管理的面积收取物业管理费作为收入。目前我国绝大部分物业管理采用包干制的收费方式。包干制下物企收取固定的服务费，扣除相关销售、服务成本后计为毛利润。基础物业服务收入按照服务对象的不同，可分为住宅业态与非住宅业态。经过我们的测算，住宅业态收入规模为 2700 亿元，非住宅业态（包括办公物业、商业物业、产业园区物业、学校物业、医院物业、公众场馆和其他类型物业）收入规模为 3000 亿元。

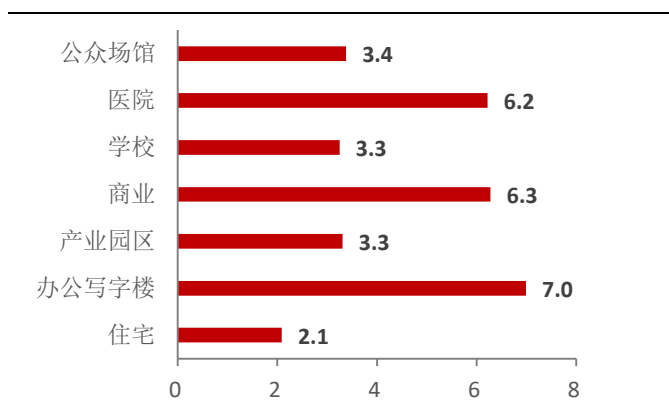
表 1：2018 年基础物业服务收入占比及规模

业态	基础物业服务收入占比	基础物业服务收入规模测算 (亿元)
住宅	47.6%	2700
办公写字楼	22.0%	1247
商业	7.5%	425
产业园区	5.6%	318
其他	5.4%	306
学校	5.0%	284
医院	4.9%	278
公众场馆	1.9%	108

资料来源：中国物业管理协会，招商银行研究院

注：收入占比参考中国物业管理协会 2018 年物业 500 强数据，收入规模为招商银行研究院测算数据

图 5：百强物企单位面积物业管理费 (元/m²·月)

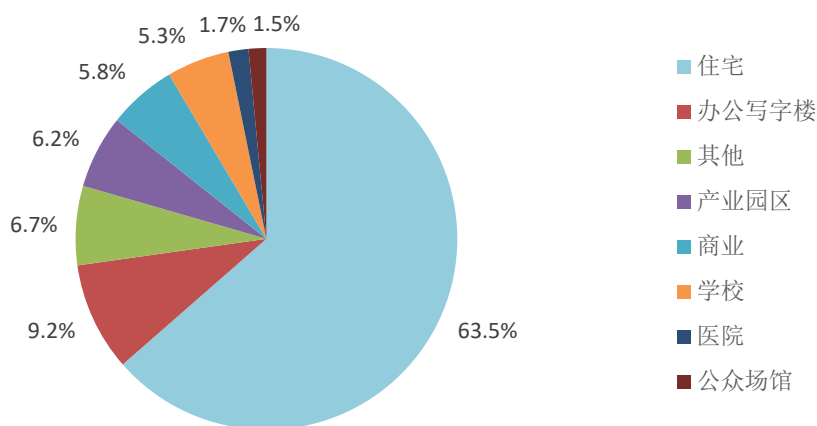


资料来源：中指研究院，招商银行研究院

非住宅业态因单位面积物业管理费及市场化程度更高，成为物企积极拓展的方向。我国商品房以住宅项目为主因此住宅物业在管面积占比达到 63.5%，但因住宅单位面积物业管理费收入较低，在收入占中低于非住宅业态。市场化

程度方面，房地产企业新开售的住宅项目首选关联的物业公司接管，后期由于面临的业主众多社区更换物业公司难度较大，导致住宅物业市场化程度低。同时带来了物业费收缴率低、存量项目提价困难等问题。而非住宅物业面对单一业主市场化程度高，并且有着收缴率高、提价相对容易的优点，整体看盈利能力更强，成为物企拓展的重要方向。

图 6：2018 年物业 500 强各业态在管面积分布

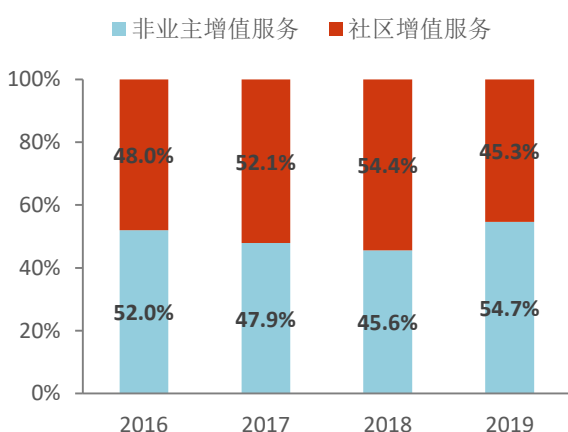


资料来源：中国物业管理协会，招商银行研究院

增值业务收入：非业主增值服务与社区增值服务各贡献一半收入

增值服务是物业企业收入的另一重要来源，主要由社区增值服务、非业主增值服务和专业服务组成。从近年来百强物企增值服务收入占比的情况来看，非业主增值服务和社区增值服务基本各占一半。

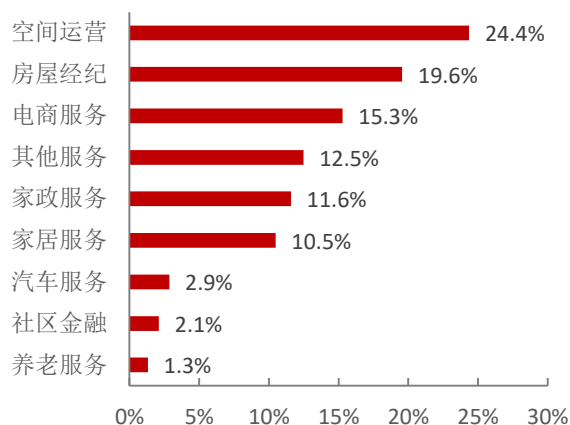
图 7：2016-2019 年百强物企增值服务收入构成



资料来源：中指研究院，招商银行研究院

注：其他专业服务由于各公司开展各不相同，且市场份额较小，中指院未专门统计

图 8：2019 年百强物企社区增值服务收入构成

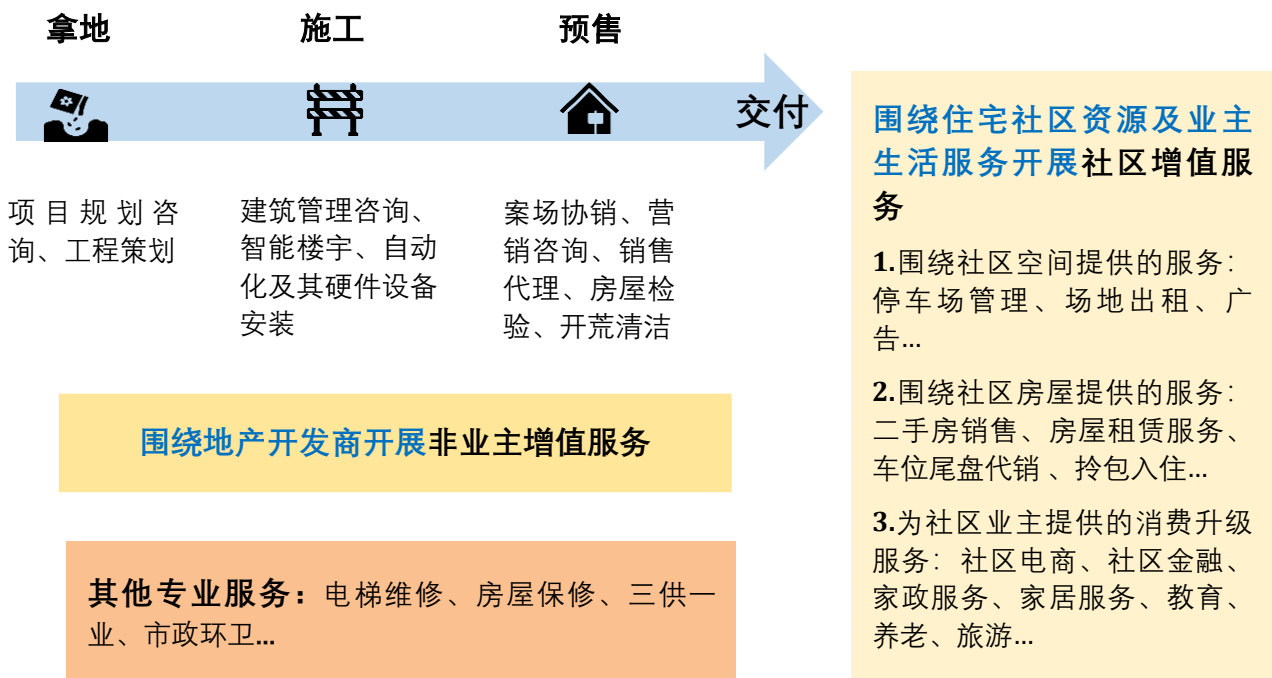


资料来源：中指研究院，招商银行研究院



根据我们的测算非业主增值服务收入规模约为 630 亿元，社区增值服务的收入规模约为 750 亿元。非业主增值服务的基础是地产开发，受房地产开发、销售、交付的影响较大，与地产周期紧密相关。社区增值服务主要围绕住宅社区资源及业主生活服务开展。围绕社区资源开展的业务收入占比较高，如空间运营、房屋经纪。针对业主生活服务的业务虽种类较多，但单项服务的收入占比并不高。整体来看，社区增值服务具有业务场景丰富、种类多元且一定程度上独立于地产周期的属性，将会成为行业利润的重要增长点。其他专业服务具有个性化，不同物企根据自身的业务优势和特点开拓新的服务内容，如碧桂园服务的“三供一业”业务、招商积余提供的餐饮服务管理等。

图 9：增值服务主要内容

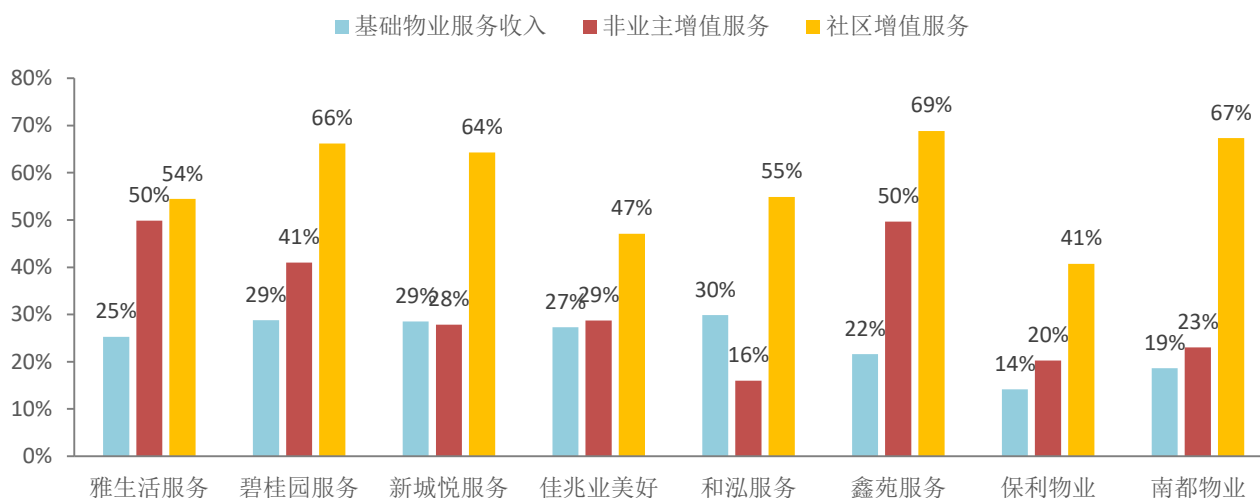


资料来源：招商银行研究院

1.2 毛利率和成本：社区增值服务毛利率最高，人力成本支出较多

根据中指研究院数据统计，百强物企的毛利率均值为 24.02%。分业务来看，代表上市物企的基础物业服务收入毛利率普遍较低，社区增值服务由于更多以服务费、中介费模式收取，毛利率普遍在 50%以上。

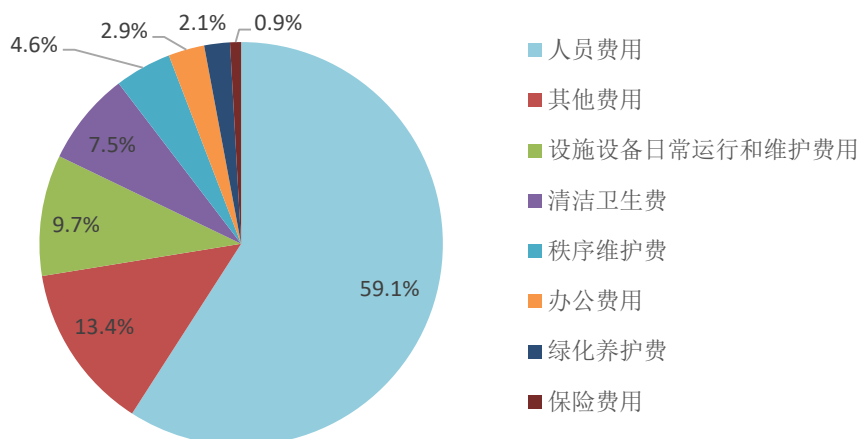
10: 部分物企 2019 年分业务毛利率统计



资料来源：公司年报，招商银行研究院

物业管理是轻资产运营的行业，企业的日常运营及市场拓展不依赖大量资本的投入。同时物业属于劳动密集型行业，在企业成本中占比最大的是人员费用，2016年以来人力成本占比有所提升，2019年达到59.1%。

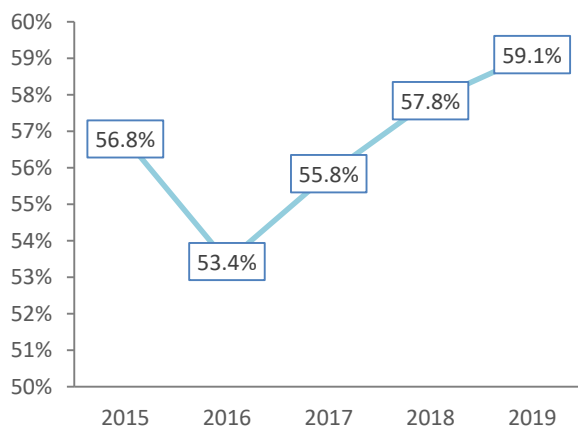
图 11: 2019 年百强物业企业成本结构



资料来源：中指研究院，招商银行研究院

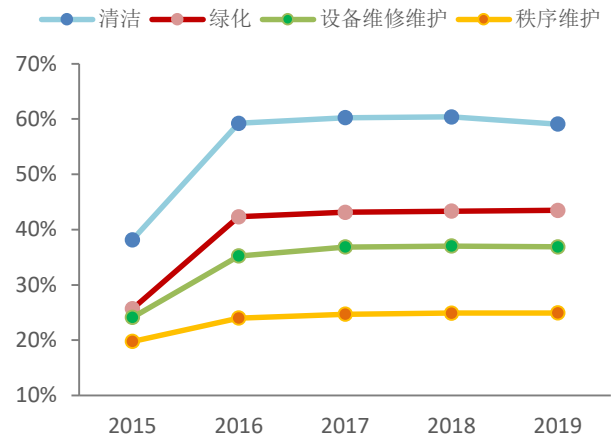
物业企业会通过基础业务外包的方式提升工作效率、降低成本。但是 2016 年以来各项服务外包比例上升趋势缓慢，基本保持稳定。后续可能无法通过增加基础服务外包比例的方式持续降低成本。

图 12：2015-2019 百强物企人员费用占成本比重



资料来源：中国研究院，招商银行研究院

图 13：2015-2019 百强物企基础服务外包占比



资料来源：中指研究院，招商银行研究院

1.3 政策：从规范到鼓励，向市场化推进

2003 年国务院颁布了《物业管理条例》，为行业提供了基础的法律框架。发改委住建部等发布了《物业服务收费管理办法》，使物业管理行业进入了规范发展阶段。值得注意的是 2014、2015 年发布的一系列政策后，物业管理行业的发展由规范限制逐渐转向市场化方向。

2020 年的“新冠”疫情期间，物业公司站在了抗疫一线，为业主及租户提供了安全和生活保障，成为社会民生保障的重要一环。从近期政府出台的一系列有关物业费定价、行业定位等政策可以看出，政府对物业企业的态度是支持的，意在进一步引导行业向市场化发展。

表 2：近期政府对于物业管理行业的部分政策

区域/部委	时间	内容
国家发改委、市场监管总局	2019 年 10 月	《关于新时代服务业高质量发展的指导意见》指出完善社区服务、物业服务、家政服务、保安服务等传统服务领域标准；支持行业协会、第三方机构和地方政府开展服务品牌培育和塑造工作，梳理行业标杆和服务典范等
深圳	2019 年 10 月	《深圳经济特区物业管理》提出坚持市场化解决物业管理问题，物业服务行业发展是商品房市场化的产物，物业管理矛盾的根本问题是市场化不彻底
东莞	2019 年 12 月	将带电梯的住宅物业最高限价由现行的 2.4 元/㎡·月调整为 3 元/㎡·月，不带电梯的住宅物业最高限价由现行的 1.8 元/㎡·月调整为 2.4 元/㎡·月
北京	2020 年 1 月	北京市十五届人大三次会议指出，北京城市副中心有无物业小区 234 个、面积 528 万平方米，将用三年时间，通过“先尝后买”方式，实现无物业小区准物业服务全覆盖
北京	2020 年 3 月	《北京市物业管理条例》规定，前期物业由建设单位承担，服务合同最长不超过两年，应急物业服务期限不超过六个月，不具备成立业主大会条件

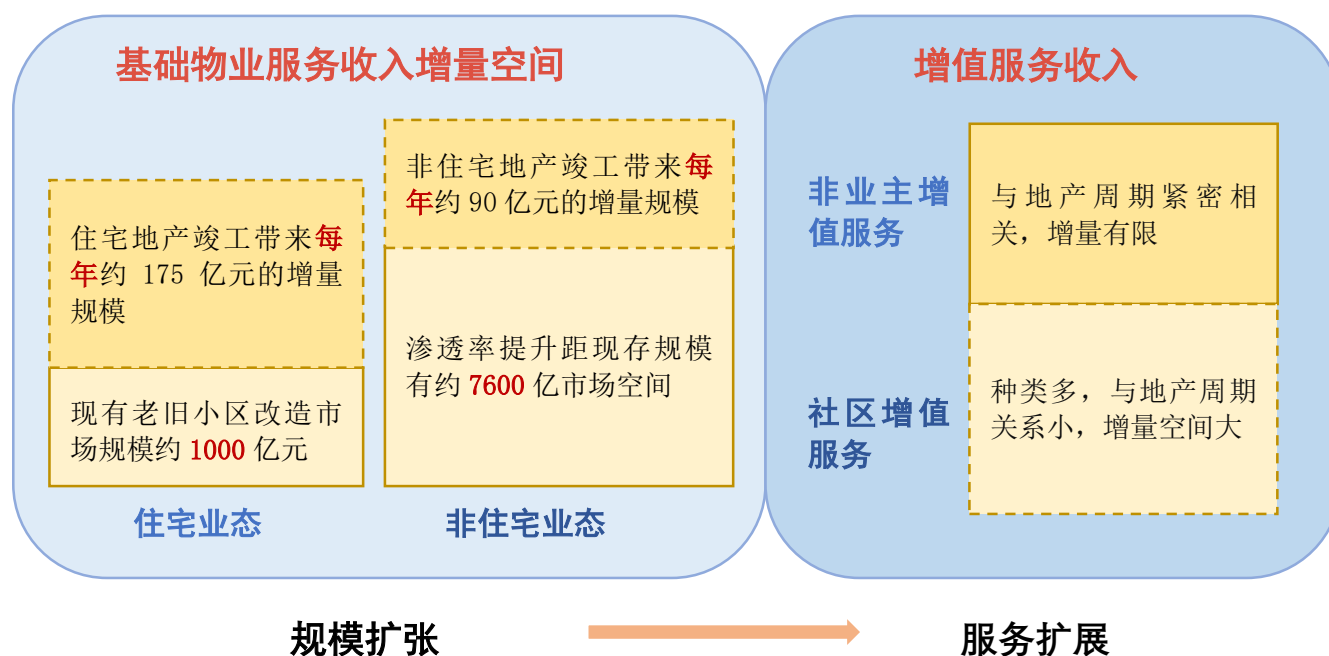
		等情形的可成立物业管理委员会，任期一般不超过三年，物业费实施市场调节价并适时调整。
安庆	2020年4月	将物业服务等级由高到低分为A、B、C、D四个等级，较安庆市现行的收费标准，基准价均略有提高
两会	2020年5月	物业相关提案的内容涉及：1) 物业服务公司进入农村市场；2) 制定物业管理法；3) 明确物业定位，建立长效管理机制；4) 将物业纳入基层管理实施体系；5) 物业参与老旧小区改造；6) 物企可获财政补贴和税收减免

资料来源：政府官网，招商银行研究院

2. 基础服务收入增长有边界，科技赋能增值服务带来广阔增长空间

物业管理行业会经历规模扩张到服务边界扩展的发展路径。现阶段，管理面积增长是物业管理行业收入增长的主要驱动因素。地产竣工为行业带来管理面积的确定性增长。老旧小区改造、“放管服”改革下行业渗透率的提升可进一步增加在管面积。长远来看，在以规模扩张为核心的阶段完成后，科技在增值服务收入中的应用为其带来更具延展性的服务内容，会成为下一个行业利润的重要增长点。根据我们对住宅、非住宅、增值服务每一模块的测算收入相加估计，未来5年企业营收的年均复合增长率会在15%到20%之间。

图 14：物业管理行业增量空间



资料来源：招商银行研究院

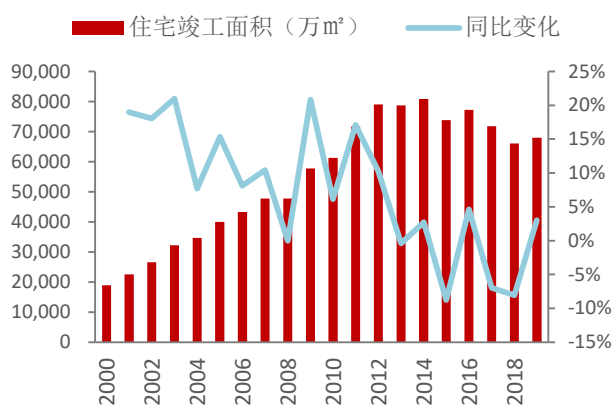
2.1 基础物业服务收入增长：住宅业态关注地产竣工，非住宅业态渗透率提升可增长空间更大

住宅业态：地产竣工每年约有 175 亿增量规模，老旧小区改造未来 5 年可能会有 1000 亿元增量

全国商品住宅竣工面积是物管行业住宅业态新增管理面积的主要来源。上游房地产开发企业的项目在竣工交付后会转化为物企的新增在管面积。2013 年以来我国商品房的竣工面积维持在 7 亿平方米左右，处于较高位置。考虑到 2015 年以来我国商品房新开工面积不断提升且大幅高于竣工面积，预计未来 5 年竣工面积会保持每年 7 亿平方米的增长，将为物业行业带来每年约 175 亿元的市场空间。

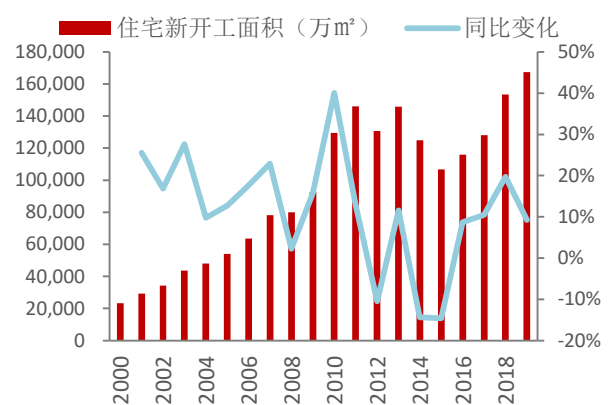
房地产竣工项目是物业企业住宅业态重点拓展的方向。新增住宅项目的基础物业服务费定价普遍高于存量住宅项目，同时新建小区设施设备较为先进，对物企来讲后续维护及拓展增值服务项目较为容易，项目盈利有保障。

图 15：历年商品住宅竣工面积及同比变化



资料来源：wind，招商银行研究院

图 16：历年商品住宅新开工面积及同比变化



资料来源：wind，招商银行研究院

老旧小区改造为物管行业带来新的规模增长。目前老旧小区改造，提高物业管理覆盖率被写进了各地政府的重要规划中，安排中央补助资金支持，鼓励社会资本参与，改造后的小老旧小区将会有物业服务覆盖，为物业管理行业带来新的规模增长。7 月 20 日国务院在《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》中明确，2020 年各地计划改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户。国家住建部初步统计，截至 2019 年 5 月，全国共有老旧小区 16 万个，建筑面积约为 40 亿平方米。按照 2020 年的计划进度，预计存量老旧小区改造需 4-5 年时间。我们的测算现有老旧小区改造完成会有 1000 亿元增量市场。

目前物业管理企业介入老旧小区改造还未形成有效模式，是否是物业企业新的盈利增长点具有一定的不确定性。同时老旧小区物业管理项目存在居民付费意愿低，收效小的痛点。但对于品牌物业企业，参与社会化老旧小区改造，可以提升品牌形象及社会知名度。

表 3：老旧小区改造市场空间测算

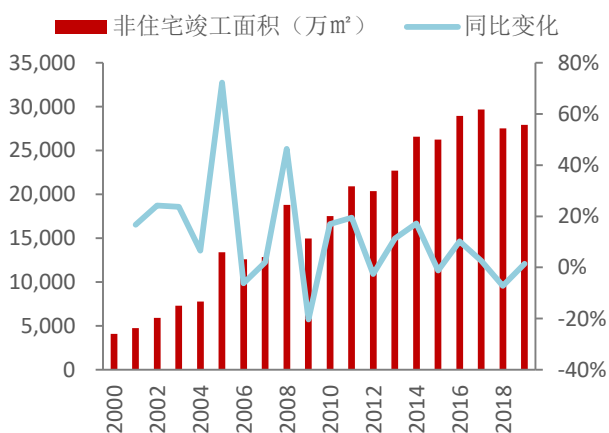
业态	老旧小区面积 (亿平方米)	平均物业管理费 (元/m ² ·月)	市场空间 (亿元)
住宅	40	2.09	1003.2

资料来源：招商银行研究院

非住宅：存量非住宅物业渗透率提升的市场空间约 7600 亿元

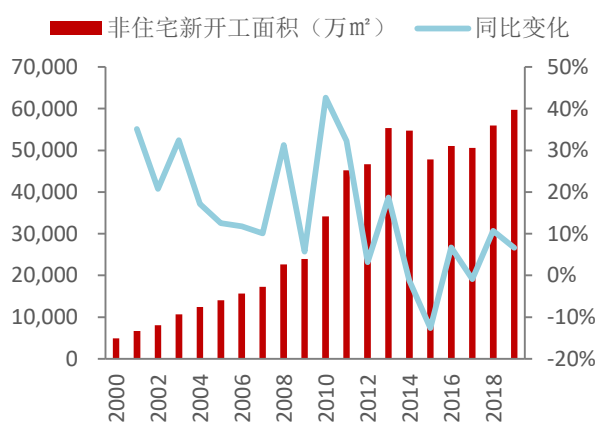
与住宅物业相比，我们认为非住宅业态可拓展的市场空间更大，是下一个蓝海市场。目前非住宅物业竣工及新开工面积也处于高速增长时期，2014 年以来非住宅物业竣工面积维持在 2.5 亿平方米左右，为非住宅业态在管面积带来确定的增量规模。未来 5 年非住宅的竣工也仍会保持 2.5 亿平方米的增长，将为物业行业带来每年约 90 亿的市场空间。

图 17：历年非住宅房竣工面积及同比变化



资料来源：wind，招商银行研究院

图 18：历年非住宅新开工面积及同比变化



资料来源：wind，招商银行研究院

存量项目的渗透率提升是非住宅业态拓展的主要方向。非住宅物业领域细分赛道众多，各业态渗透率有所不同。其中办公、商业、医院渗透率超过 50%，公众场馆、产业园区、学校渗透率较低，总体测算非住宅业态渗透率为 31.8%。未来非住宅业态若达到完全的渗透率覆盖，我们测算出距现在的规模有约 7600 亿的市场空间。

长期以来，我国市政、医院、学校等基本由政府或公共部门运营管理，由政府或公共部门自己进行物业管理成本高、效率低。随着“机关及企事业单位后勤服务社会化改革”和“公共服务领域鼓励社会资本参与投资和运营”等一

系列政策的推出，会更多释放出学校、医院、公众物业等管理业态项目，这将有助于物业管理企业提升非住宅业态渗透率。

表 4：存量非住宅物业渗透率及市场空间测算

业态	存量面积 (亿平方米)	物企管理面积 (亿平方米)	渗透率	平均物业管理费 (元/m ² ·月)	市场空间 (亿元)
办公写字楼	30.4	25.7	84.5%	6.99	394
商业	22.3	16.2	72.6%	6.28	460
医院	9.3	4.8	51.4%	6.22	336
公众场馆	19.8	4.2	21.3%	3.38	632
产业园区	94.5	17.3	18.3%	3.31	3066
学校	84.3	14.8	17.6%	3.25	2710
合计	260.5	83.0	31.8%	-	7598

资料来源：招商银行研究院

注：存量面积为兴业证券经纪与金融研究院测算结果，根据统计局相关数据，结合机关办公用房人均标准、学校均面积标准、医院均面积标准等测算。

目前部分头部物企涉足城市服务，开辟了物业管理更广阔的服务空间。城市精细化管理已成为全国大中型城市的一项重要任务，而物业企业因为有多多年住宅、商办、公建物业的服务经验，在“城市精细化管理”进程中脱颖而出。

表 5：部分龙头物企城市服务示例

代表企业	服务体系	代表城市	项目布局	运作方式	服务内容
万科物业	城市空间整合服务	珠海横琴、东莞、鼓浪屿、雄安、深圳等	主要是一二线城市新区	股权合作，与当地政府合资成立运作平台，国资控股	城市的环卫清洁、城市秩序管理、市政养护、公众建筑物业服务、停车场管理、信息化服务等
保利物业	镇兴中国	嘉善、大云镇、天凝镇、陶庄镇等	以乡镇为主	独立运营，政府招标中标	景区管理、环境辅助管理、安全治安管理、市场综合监管、楼宇服务管理、信息化服务等
碧桂园服务	城市共生计划	西昌、韩城、开原、衡水、遵义等	主要布局三四线城市	股权合作，碧桂园服务控股，当地政府或企业参股	市政公共服务、城市公众物业运营、公共空间广告经营、停车场管理、数字生态服务、资源协同运营

资料来源：公开信息整理，招商银行研究院

2.2 增值服务收入增长：主要看建立在科技应用基础上的社区增值服务

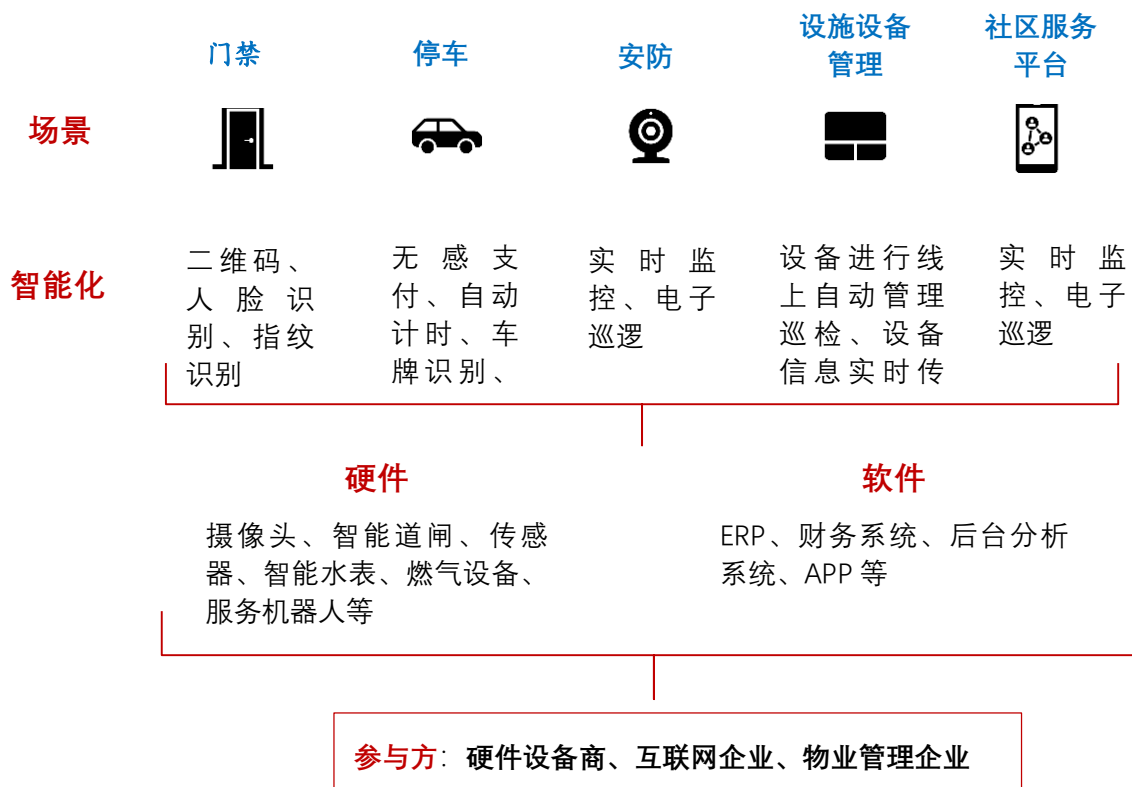
随着信息技术的不断普及，物业管理行业迈向了智慧物业的转型之路。互联网、人工智能、物联网、云计算、大数据等信息技术可在物业管理的服务场



景中实现应用。通过智能化的应用，物业管理企业可实现科学维护设施设备、机器代替人工、优化业主体验的目的，也为开展更多的增值服务提供了条件。

目前头部物企加速布局智慧社区，科技投入主要集中在软件方面：一是提升内部管理系统，如 ERP、财务分析等内部管理系统；二是社区终端管理系统，如门禁系统、停车管理系统、设备监控系统等；三是整合社区资源的 APP，方便开展社区增值服务，目前百强物企中 70%企业拥有自己的 APP。根据本文 1.1 增值服务收入章节的论述，非业主增值服务的基础是地产开发，受房地产开发、销售、交付的影响较大，与房地产周期紧密相关，未来可扩展空间有限。而社区增值服务具有业务场景丰富、种类多元且一定程度上独立于地产周期的属性，将会成为行业利润的重要增长点。

图 19：智能化物业场景应用



资料来源：招商银行研究院

物业企业可以依托 APP 端的流量优势拓展社区增值服务。首先物企可以通过移动 APP 为业主提供基础的物业服务，如开门、线上缴费、报修、在线投诉等，可快速与业主建立联系，形成天然的流量入口，为物业企业 APP 端拓展增值服务提供了优渥的条件。

通过对龙头物企 APP 的梳理发现，物企 APP 在增值服务种类、经营方式、丰富度上均存在差异。在增值服务种类上，布局主要围绕社区生活，包括在线商城、家政、家装宅配等，同时部分企业延伸增值服务内容到养老、租赁、理财、教育、健康养老等方面。在经营方式上，龙头物企会选择通过自营、供应商合作、战略投资等多种方式。在丰富度上，碧桂园服务、万科物业、招商积余、绿城服务等企业相较其他物企，提供了更多增值服务。目前龙头物企使用的是自己开发的 APP，可服务的用户数有限。仅彩生活将 APP “彩之云” 向合作伙伴管理的社区开放并从中收取软件租金。截止 2019 年，“彩之云” 是注册用户最多的物企 APP，拥有 3640 万注册用户、1670 万活跃用户。

表 6：龙头物企 APP 增值服务布局

公司名称	移动 APP	在线商城	家政	家装宅配	租售服务	金融理财	旅游	教育	健康养老
碧桂园服务	凤凰会	√	√	√		√	√	√	√
万科物业	住这儿	√	√				√		√
招商积余	招商到家汇	√	√		√				√
绿城服务	绿城服务	√	√			√		√	
佳兆业美好	K 生活	√				√	√	√	
雅生活服务	雅管家	√		√	√				
龙湖智慧服务	龙湖 U 享家	√		√			√		
新城悦	新橙社	√	√				√		
彩生活	彩之云	√				√			
中海物业	优你家	√							
永升生活	永升活	√							
保利物业	和院通								

资料来源：招商银行研究院

目前互联网巨头腾讯、阿里也加入了智慧社区服务的队伍，主要满足中小物企对于基础服务线上化的需求，物企若想实现个性化的增值服务仍然需要付出一定的成本。腾讯设立“腾讯云未来社区”主要基于微信公众号，为物企解决线上通知、缴费、快捷报修、投诉建议等问题。阿里发布“钉钉未来社区”，想实现政府、物业、居民、社区新零售等多方业态的连接，使物业公司可以低成本进入移动服务时代。

整体来看，科技应用需要企业有一定的管理规模作为支撑，前期需要大量资金投入，后期也需要足够的资金维持运营及产品迭代，所以目前主要集中在头部企业，行业整体的普及率并不高。物企对于社区流量变现模式的探索仍处于初级阶段，尚未形成完全清晰的商业模式。

但是我们仍看好社区增值服务的未来发展前景。首先根据我们 1.1 节论述增值服务的收入、净利润的占比在逐渐提升，这其中社区增值服务受地产周期

影响最小、毛利率最高。其次在互联网巨头和物企龙头的参与下，科技应用会被不断输出，普及率将进一步提升、服务种类会不断拓展。

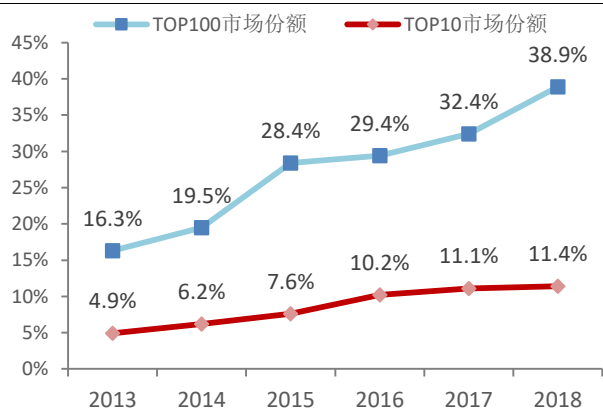
3. 集中度进一步提升，龙头物企依托股东背景、资金等优势加速扩张

3.1 行业高度分散，集中度持续提升

物业管理属于劳动密集型行业，难以形成规模经济，行业目前呈现小而散的格局。分业态来看，住宅物业进入门槛较低企业布局最多，500强中有95.6%的企业布局了该业态，目前较为分散。非住宅物业细分领域较多，每一个细分领域所占市场份额并不高。同时各细分领域之间存在一定的技术门槛，没有企业可以覆盖所有业务领域，格局同样分散。

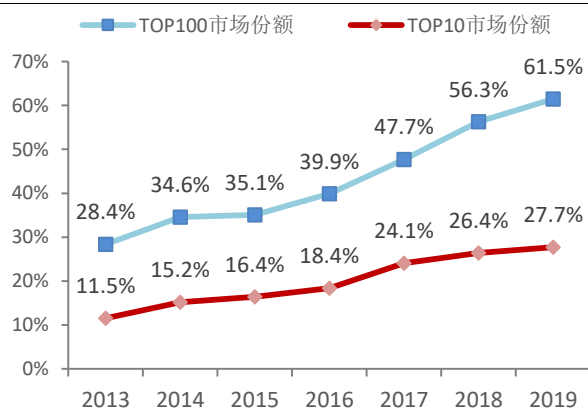
我国住宅物业普遍是小区制，而国外房屋大多独栋管理与我国存在较大差异。非住宅物业领域，目前海外有五大行：世邦魏理仕、仲量联行、戴德梁行、高丽国际、第一太平戴维斯均为全球布局，业务范围涵盖不动产咨询、房地产金融、投资管理等，与目前我国物企的发展模式有较大差异。因此海外物业的发展对我国的参考意义不大。目前我国龙头物企大多是房地产开发企业的子公司，我们认为地产行业的集中度对物业行业具有一定的参考意义。中指研究院百强物企研究报告统计，2018年全国物业管理企业TOP10、TOP100所占市场份额为11.4%、38.9%；对比房地产开发企业TOP10、TOP100所占的市场份额物业管理行业当前集中度不高。从头部企业来看，物业管理行业综合实力排名第一的万科物业2019年在管面积为4.5亿平方米，所占市场份额不足2%。

图 20：2013-2018 物业管理企业市场份额变化



资料来源：中指研究院，招商银行研究院
注：2019 年排名第一的万科物业未参与评比，为保证数据可靠性，本部分沿用 2018 年数据

图 21：2013-2019 房地产开发企业市场份额变化

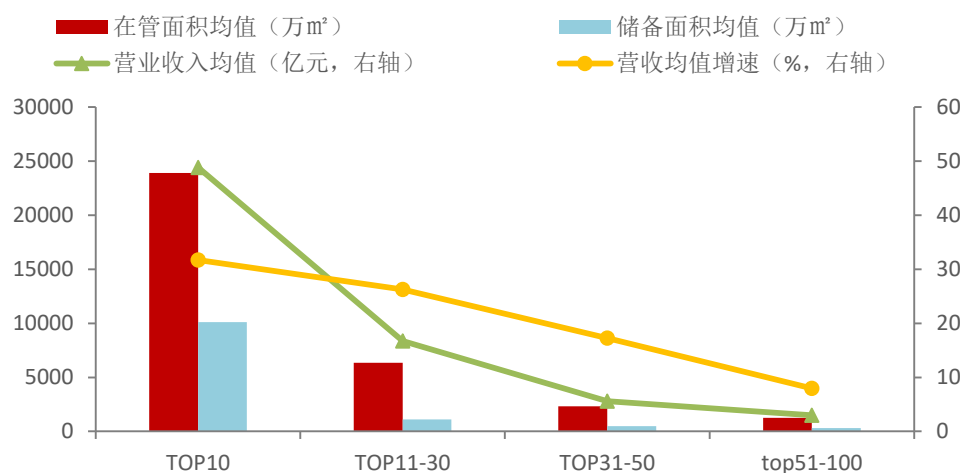


资料来源：中指研究院，招商银行研究院

近年来物管行业集中度呈现不断提升的态势，我们认为这个趋势仍将延续。主要原因有：（1）房企的集中度提升会推动物企的集中度提升，房地产行业的龙头企业销售规模优势明显，会为关联物业公司带来更多的增量在管面积。

（2）资本市场助力行业整合，头部企业的规模加速扩张。（3）在未来存量物业主导的市场竞争中，服务品质会是物企的护城河及核心竞争力。龙头物企的服务意识更强，同时科技的应用提高了业主满意度，使其在未来在服务品质竞争中具有优势。中指研究院数据统计，2018年TOP10企业的在管面积均值为2.39亿m²，是TOP100企业的6.43倍，TOP10企业的储备面积均值为1.01亿平方米，是TOP100企业的9.06倍。TOP10企业的营业收入均值增速也远高于其他梯队的企业。综合来看，头部企业呈现出强者愈强的态势，会推动行业集中度进一步提升。

图 22：2018 年百强物企分组在管面积、储备面积、营业收入及增速



资料来源：中指研究院, 招商银行研究院

注：2019年排名第一的万科物业未参与评比，为保证数据可靠性，本部分沿用2018年数据

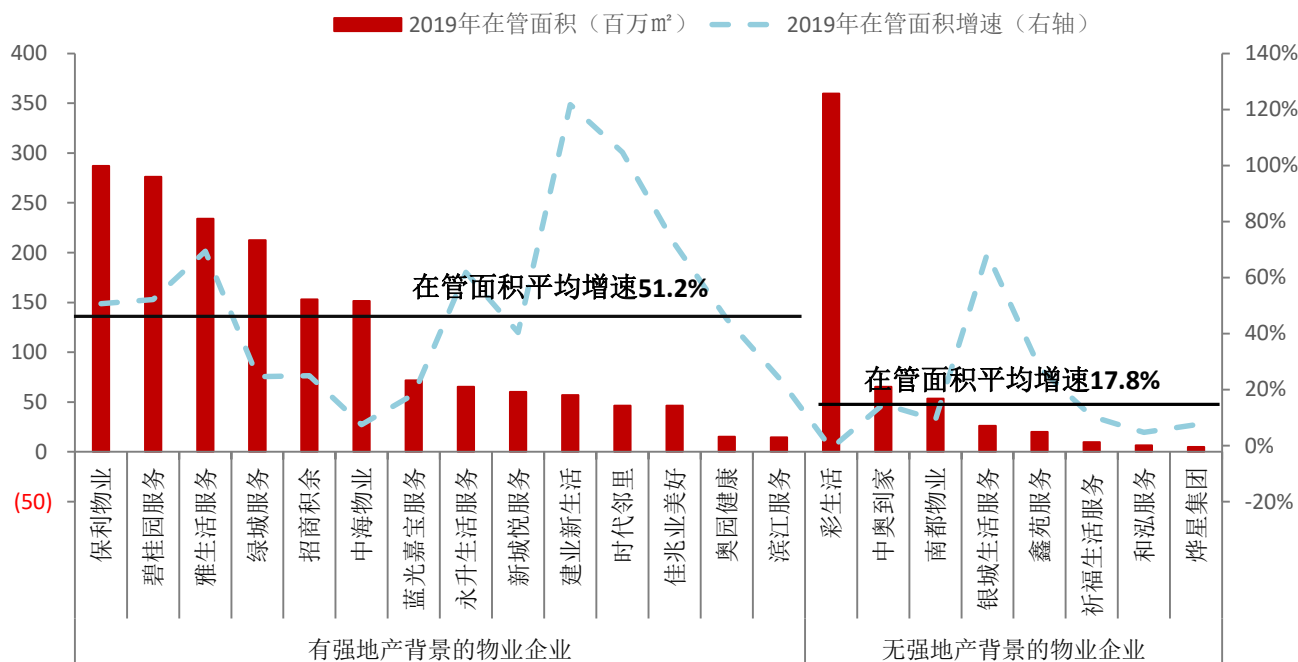
3.2 背靠龙头房企的物企优势明显

当前物企主要通过承接关联房企项目、第三方市场拓展及收并购的方式拓展在管面积。我国房地产每年竣工规模仍然较高，背靠房地产集团的物企可以直接通过关联房企获取项目资源，实现在管面积的增长。中指研究院百强物企名单中约80%是房地产开发企业的关联公司，而这些企业的在管面积中约60%来自关联房企。房地产集团除了管理面积的输送，也可为关联物企带来较高的声誉及品牌价值，背靠房企的物业企业优势更明显。

考虑到有关联地产的物企大多以住宅业态为主，我们筛选了22家以住宅业态为主的上市物企，并根据克尔瑞2019全口径销售金额排名前50的房企名单对其进行划分，分为有强地产背景的物业企业（销售金额排名前50房企）和

无强地产背景的物业企业（销售金额排名不在前 50 的房企）。大部分有强地产背景的物企在管面积规模明显高于无强地产背景的物业企业。2019 年在管面积超过 1 亿平方米的上市物企有 7 家，其中 6 家关联的地产公司较强（彩生活 2014 年登陆资本市场曾进行大规模并购因此在管面积较高）。有强地产背景的物业企业在管面积的平均增速也明显高于无强地产背景的物业企业。

图 23：拥有强地产背景的物业企业在管面积规模和增速上具有优势



资料来源：公司年报，招商银行研究院

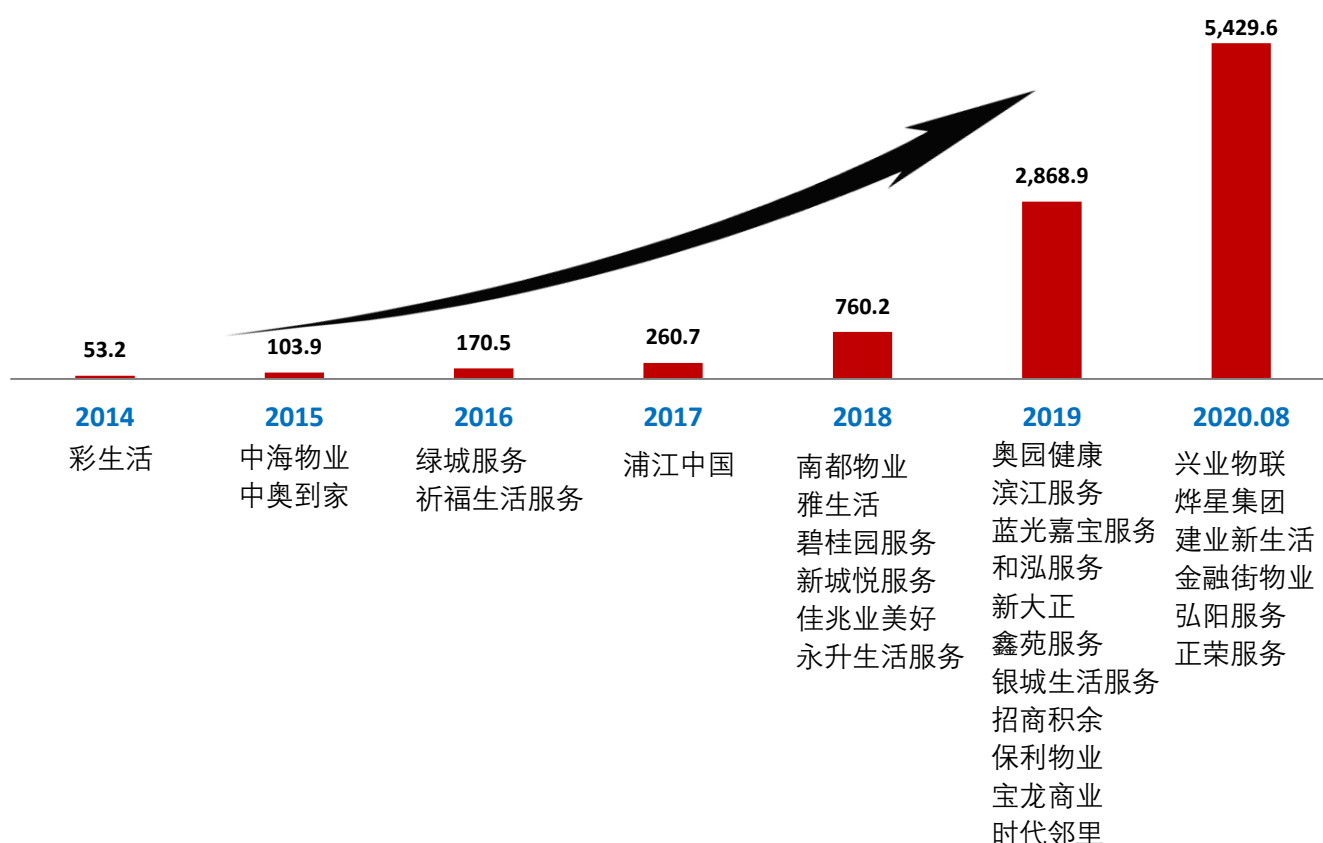
3.3 资本助推龙头企业进一步整合

从 2014 年彩生活第一个登陆资本市场，到 2018、2019 年物业企业密集上市，头部物企积极进入资本市场，希望借助资本融资进一步扩大管理规模、提升市场占有率，巩固头部优势。截止 2020 年 8 月 31 日，共有 29 家物业公司上市，其中 26 家在香港上市，3 家在 A 股上市（南都物业、新大正、招商积余），25 家是地产子公司分拆上市。上市物企的总市值已由 2014 年的 53.2 亿元增长至 2020 年 8 月的 5429.6 亿元，受到资本市场越来越多的关注。

物业管理企业倾向于港股而非 A 股上市，主要是因为物企成立初期是房地产开发企业的成本中心，主要对内进行服务，被动接受母公司交付的项目，与地产公司关联交易比重较高。而 A 股因担心资金流入房地产企业对于地产分拆子公司上市关联交易的要求比较严格，所以物企纷纷选择分拆物业子公司赴港上市。未来会有越来越多的物业企业选择上市。房地产迈向存量时代，物业企

业因为轻资产运营、现金流稳定等优点受到更多重视，上市可助力物业企业实现规模提升、快速发展。

图 24：已上市物业企业总市值变化（亿元）



资料来源：招商银行研究院

注：市值以每年 12 月 31 日为代表计算

在资本的助力下行业资源会向龙头企业靠拢。物业管理公司大多资金充沛，行业内龙头企业尤其是上市物企，资金优势更为明显，所以收并购是其进一步扩大规模的选择。中指研究院数据披露，2019 年物业管理百强企业约发生 70 多起并购事件，其中 TOP30 并购数占总并购量的七成。相较市场拓展，收并购需要大量的资本支出并伴随一定的经营风险和管理压力，但收并购可带来管理面积的快速增长，仍是龙头企业扩张的重要选择。2019 年上市物企中，在管面积增速超过 70% 的建业新生活、时代邻里、雅生活、佳兆业美好均在当年进行了较大规模的收并购。

目前行业内发生的并购大多属于物业管理企业之间的横向并购，以扩张规模、丰富业态为目的。在选择并购标的时，并购方会考虑标的的品牌实力，选择具有一定规模的企业，同时经营业态、区位因素、整合的难易程度也是并购



方考虑的重要因素。值得一提的是 2019 年 12 月，行业内龙头万科物业与戴德梁行成立合资子公司，实现了品质物企的强强联合。一般物企对并购标的的选择标准为：（1）大多物管企业有持续深耕的区域，并购标的会选择区域内的企业以加强区域渗透率、巩固区域优势。（2）目前物企以深耕核心都市圈为主，物企会为了补齐在核心城市群的短板而收购相关的企业。截止 2019 年，百强物企在管面积覆盖长三角、粤港澳、京津冀、成渝、长江中游都市圈的合计占比达到 56.2%。（3）非住宅业态拥有更高的利润和技术门槛，物企在拓展新业态时会将收并购作为重要选择。

物企也会围绕增值服务上下游纵向并购科技、金融、教育类企业，以自营的方式拓展增值服务、提高竞争力。如碧桂园并购文津国际保险发展社区金融业务，建业新生活收购一家网络科技布局社区电商。

表 7：2019 年物业企业区域横向并购与向增值服务纵向并购案例

公司名称	横向并购		纵向并购	
	并购标的及并购面积	并购目的	并购/合作标的	标的业务领域
万科物业 (4.5 亿m ²)	与戴德梁行成立合资公司，商业地产领域的“五大行”之一	着力发展商业物业领域	-	-
碧桂园服务 (2.76 亿m ²)	港联不动产服务（中国）100%股权、嘉凯城集团物业 100%股权、北京盛世物业 100%股权、元海资产物业 100%股权、联源物业 100%股权共约 4000 万m ²	补齐一二线城市物业及商办物业短板	溧阳中立电梯 60% 股权	电梯制造与运营
			文津国际保险 100% 股权	保险业务
			合富辉煌 10% 股权	港股上市公司，中国新房代理销售龙头企业
龙湖集团 (2.68 亿m ²)	收购绿城服务 10% 股权	优秀品牌物企强强联合	-	-
雅生活服务 (2.34 亿m ²)	中民物业 60% 股权、广州粤华物业 51% 股权、哈尔滨景阳物业 60% 股权、青岛华仁物业 89.66% 股权共约 2.5 亿m ²	管理规模突破性增长、提升市场份额、巩固区域领先地位，填补在山东半岛、川渝区域布局不足缺点	-	-
绿城服务 (2.12 亿m ²)	-	-	Montessori Academy 56% 股权	婴幼儿教育
永升生活服务 (6520 万m ²)	青岛银盛泰 50% 股权、青岛雅园物业 55% 股权，共约 245 万m ²	实现目标区域扩张和高端物业的持续布局	-	-
建业新生活 (5700 万m ²)	信阳南虹物业 100% 股权、林州市六合物业 51% 股权、郑州佳祥物业 51% 股权，共约 1000 万m ²	深更区域，巩固区域优势	艾欧科技 93.33% 股权	智能家居产品销售、设计和安装服务
			一家网络 100% 股权	通过自营平台提供电子商务服务

新城悦服务 (6020 万 m ²)	-		上海数渊信息科技 100%股权	智能家居、停车 系统
时代邻里 (4650 万 m ²)	广州东康物业 100% 股权、清远市荣泰物 业 100%股权、佛山 市宜信物业 100%股 权，共 1386 万 m ²	巩固区域优势，布局市 政环卫领域		-
佳兆业美好 (4620 万 m ²)	江苏恒源物业 51%股 权、嘉兴大树物业 60%股权，共约 1000 万 m ²	拓展长三角区域，提升 影响力		-
奥园健康 (1500 万 m ²)	乐生活 80%股权，共 约 2263 万 m ²	实现目标区域扩展、丰 富非住宅业态、发展智 慧社区服务		-

资料来源：公司公告，公开资料整理，招商银行研究院

我们认为未来 3-5 年仍会是物业管理行业的并购大年。主要的原因是：

➤ 并购企业角度：

① 物业管理行业的轻资产运营属性使得物企维持日常运营所需资金较少，收并购成为上市物企募集资金的最主要用途。根据在港上市物企招股书中披露的信息，拟用于收并购及战略投资的资金占比为 50%-60%。截止 2020 年 8 月，29 家上市物企融资净额共计约 215 亿元，其中有 90% 的资金是 2018 年以后募集的，大量可用于收并购的募集资金将推动物业行业的收并购持续进行。

② 物业企业的价值在资本市场上得到认可，行业内有越来越多企业选择上市。而上市需要有一定规模、业绩支撑，收并购可以为企业带来规模的快速增长，使得行业内并购需求进一步增强。

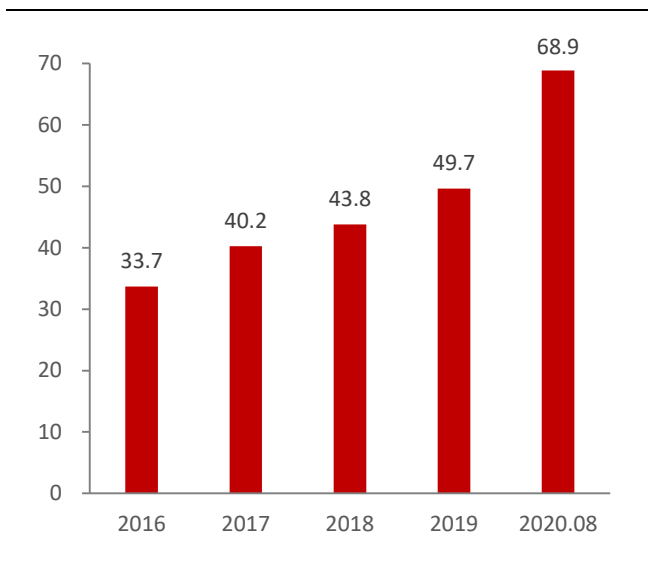
➤ 被并购企业角度：

① 二级市场的估值繁荣带动行业一级市场估值的同步繁荣。在二级市场上，上市物企的行业平均估值从 2016 年的 33.7 增长至 2020 年 8 月的 68.9。在当前的市场中，被并购方有动力出让资产。

② 疫情使得部分中小物企在防疫物资中的支出加大，管理难度提升。寻求一个资金实力和口碑较好的企业做支持是部分中小物企在疫情发生后的诉求。

③ 未来智慧社区是发展趋势，中小物企可能无力负担前期的科技及人力投入。随着科技成果应用的普及，中小物企可能会选择被并购的方式来发展智慧社区、拓展增值服务。

图 25：2016-2020 上市物企二级市场估值变动



资料来源：wind，招商银行研究

表 8：青岛雅园物业三次并购交易概况（万元）

	第一次交易	第二次交易	第三次交易
交易公告时间	2011.08	2016.05	2019.06
卖家	新地集团	世联行	新地集团
卖家	世联行	新地集团	永升生活服务
对价	2100 万元	3514.6 万元	4.62 亿元
交易标的	青岛雅园 60%股权	青岛雅园 60%股权	青岛雅园 55%股权
青岛雅园总估值	3500 万元	5857 万元	84000 万元
PE (LYR)	9.7	3.5	25.1

资料来源：公司公告，中信证券，招商银行研究院

4. 银行与物业管理企业的合作路径

物业管理行业受到房地产企业和资本的关注，目前行业正处于规模提升的长期期，赴港上市及并购频现。同时因物业服务场景自带流量入口的属性，亦是我行 APP 场景拓展及零售拓客的理想合作企业。我行宜整合行内资源，积极参与到物业企业发展过程中，为行业内容客户定制投行、公司、零售业务的综合服务方案。

4.1 投行业务

4.2 对公业务

4.3 零售业务

（本段有删减，招商银行各部如需报告原文，请以文末联系方式联系招商银行研究院）

5. 风险提示

1. 房地产规模增速不及预期。
2. 国内经济增速回落，增值服务需求大幅下行。
3. 行业政策风险。

附录 1 有计划分拆上市及值得关注合作的物业客户名单

附录 2 物业管理公司并购授信策略

（招商银行各部如需物业客户名单及授信策略，请以文末联系方式联系招商银行研究院）

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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。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。在任何情况下，本公司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。

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。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇