

行业名称 物业管理

物业服务行业专题：怎么看行业市场空间

评级：增持（维持）

分析师：李焱

执业证书编号：S0740520110003

Email: liyao@r.qzq.com.cn

投资要点

■ 我们认为，当前物业服务行业在资本与科技的助力下，业务范围在持续延展，已超越传统意义上物业管理服务的范畴，其市场空间需重新探索与评估。

■ **基础物业服务：预计至 2025 年，住宅与非住宅业态市场规模合计超 1.2 万亿元。**分业态看，我们预计住宅业态规模约 8000 亿；非住宅业态 4560 亿；其中写字楼 827 亿、产业园区 1544 亿、学校 550 亿、医院 450 亿、商业 575.28 亿、公共场馆与交通枢纽 614 亿。

我们对于基础物业的市场空间测算整体偏保守。公建类业态由于种类繁多，我们挑取部分较大规模且易于统计的业态（学校、医院、场馆、交通枢纽）进行测算，从定义上看，任何裸露地表的建筑均有可能属于物业管理范畴，因而公建市场规模大概率会高于我们的测算结果。

远期看，1月7日住建部等十部委发布的《通知》，明确提出：“扩大物业管理服务范围...逐步实现物业管理全覆盖”，“完善物业费价格形成机制”等指导意见。我们认为这是从量与价两个维度对行业中远期做出方向性指引，基础物业服务在未来较长的一段时期内，对于量和价可以给予较为乐观的展望。

■ **城市服务：基础物业服务在 toG 端的延伸，远期市场空间有望破万亿。**对于当前物业行业来说，城市服务处在探索期，更多的是先从环卫切入，但随着机关后勤市场化推进，部分街道与城区的城市服务项目展开试点，我们看到这一领域的潜在机遇。城市服务的采购方是政府，从政府角度看，城市的管理方向必然是简洁高效，最好低成本同时又科技赋能，而物业公司在大社区方面的管理服务经验与技术积累，与其对于后勤的诉求一拍即合。

我们预计至 2025 年全国财政支出中用于城乡环境卫生支出将达 5040 亿，按环卫服务占城市服务需求的比重约 31.85%推算，截至 2025 城市综合服务总费用可达 1.58 万亿。随着机构后勤市场化推进，物业公司对于城市服务市场的渗透率在持续提高，远期空间有望突破万亿。

■ **增值服务：业务边界持续延展，乐观情景下总市场规模近万亿。**增值服务可进一步划分为非业主增值服务与业主增值服务。我们预计非业主增值服务至 2025 年市场规模在 1658 亿左右，基准假设下业主增值服务市场空间约 5786 亿，乐观假设下约 7570 亿。

对于非业主增值服务，还有大量的房地产产业链的业务，未来可以交给物业公司去做，比如规划设计、甚至于新房代售等。对于业主增值服务，toB 端业务空间主要体现在物业公司的平台作用，为商户导流；而 toC 端业务则表现为渗透率，物业增值服务基本上完成了居民消费性支出的全方位布局，但在转化方面还有较大的空间可以挖掘。我们认为物业公司有着与业主产生高频线下体验式的接触与服务机会，优质物业公司通过提供高品质服务，提升业主满意度，增强业主对于物业公司及其人员的信任感，进一步增强社区增值服务的推广力度与接受程度，从而能够分取线上电商与其他服务商的一部分流量，这个流量不仅指生活零售、也包括房产经纪、教育养老等领域。

■ **投资建议：**目前，行业的格局正逐渐明晰，优质的公司纷纷走了出来，在资本的催化与技术的加持下，有望在未来较长的一段时期内，保持相对优势，成长速度大幅高于行业。对于行业内的公司，建议关注：1) 头部企业：碧桂园服务、融创服务、绿城服务；2) 优质一线：金科服务、永升生活服务、世茂服务、新城悦服务；3) 细分领域龙头：公建业态包括招商积余、保利物业、新大正；商管业态包括华润万象生活、宝龙商业、星盛商业、合景悠活；商写业态包括卓越商企。

■ **风险提示：**1、房地产行业竣工低于预期；2、物业费市场化进度低于预期；3、房地产市场销售低于预期；4、本报告基于公开的历史数据进行统计和测算，部分数据有一定滞后性，且测算方法自身具有一定局限性；5、物管业务行业渗透率提升不及预期；6、部分业态物业管理市场打开程度不及预期。

内容目录

基础物业服务：住宅与非住宅市场规模合计超 1.2 万亿元	- 6 -
住宅业态：预计截至 2025 年行业市场规模约 8000 亿元	- 6 -
非住宅业态：预计截至 2025 年行业市场规模约 6314 亿元	- 12 -
写字楼：预计截至 2025 年行业市场规模约 827 亿元	- 13 -
产业园区：预计截至 2025 年行业市场规模约 1544 亿元	- 15 -
学校：预计截至 2025 年行业市场规模约 550 亿元	- 18 -
医院：预计截至 2025 年行业市场规模约 450 亿元	- 22 -
商业：预计截至 2025 年行业市场规模约 575.28 亿元（不含商业运营） ..	- 25 -
公共场馆与交通枢纽：预计截至 2025 年行业市场规模约 614 亿元	- 28 -
城市服务：基础物业服务在 toG 端的延伸，远期市场空间破万亿	- 32 -
增值服务：业务边界持续延展，乐观情景下总市场规模近万亿	- 37 -
非业主增值服务：预计占比将保持平稳，市场规模 1658 亿	- 37 -
业主增值服务：想象空间大，基准假设市场空间约 5786 亿	- 39 -
总结：三大细分业务赛道均有万亿市场潜力的成长期行业	- 42 -

图表目录

图表 1：物业行业管理规模情况	- 6 -
图表 2：住宅业态全行业管理规模情况（亿方）	- 6 -
图表 3：建筑业：全国房屋竣工面积分业态占比情况	- 7 -
图表 4：我国物业行业渗透率现状测算	- 7 -
图表 5：近年来多地出台政策推进物业服务全覆盖	- 8 -
图表 6：全国住宅物业新增管理面积（亿方）	- 9 -
图表 7：全国商品房及住宅竣工面积情况（亿方）	- 9 -
图表 8：建筑业口径全国房屋竣工情况	- 9 -
图表 9：假设 70% 面积城镇住宅有物业覆盖（亿方）	- 9 -
图表 10：商品房销售面积：住宅（亿方）	- 10 -
图表 11：房屋新开工面积：住宅（亿方）	- 10 -
图表 12：预测 2025 年物业行业住宅业态在管规模约 288 万方	- 10 -
图表 13：百强房企住宅业态物业管理费情况（元/月/平方米）	- 11 -
图表 14：2018 年 500 强物业公司拥有业态情况	- 12 -
图表 15：2018 年 500 强物业管理面积占比情况	- 12 -
图表 16：2018 年 500 强物业企业各业态收缴率情况	- 12 -
图表 17：2019 年百强物业企业各业态物业费（元/平/月）情况	- 12 -
图表 18：全国办公楼销售与竣工情况（万方）	- 13 -
图表 19：建筑业：办公用房建筑面积（亿方）	- 13 -

图表 20: 国内商务物业在管面积情况 (百万方)	- 13 -
图表 21: 全国办公楼新开工面积情况 (万方)	- 13 -
图表 22: 商务物业总面积复合增长率预测	- 14 -
图表 23: 国内商办物业在管面积情况测算 (百万方)	- 14 -
图表 24: 百强物业公司写字楼业态物业费情况 (元/平/月)	- 14 -
图表 25: 500 强物管企业写字楼业态物业费情况 (元/平/月)	- 14 -
图表 26: 园区物业管理服务主要内容	- 15 -
图表 27: 截至 2018 年国内现有开发区情况	- 16 -
图表 28: 168 个国家高新技术产业开发区分布	- 16 -
图表 29: 2008-2018 年全国工业用地成交总建面 (亿方)	- 16 -
图表 30: 国家级开发区土地集约利用监测统计基本情况表 (2020 年)	- 17 -
图表 31: 全国产业园区存量在管规模测算 (亿方)	- 17 -
图表 32: 百强物业公司产业园区物业费 (元/平/月)	- 17 -
图表 33: 500 强物业园区物业费 (元/平/月)	- 17 -
图表 34: 普通高等学校数 (个)	- 18 -
图表 35: 普通高等学校在校学生数 (万人)	- 18 -
图表 36: 高等教育:普通高等学校校均规模 (万人)	- 19 -
图表 37: 高等教育固定资产:学校产权 (亿元)	- 19 -
图表 38: 新大正从重庆大学获得的收入情况 (万元)	- 19 -
图表 39: 部分新大正学校业态服务项目情况	- 20 -
图表 40: 全国普通高校校舍建筑面积情况 (亿方)	- 21 -
图表 41: 百强物业学校业态物业费水平 (元/平/月)	- 21 -
图表 42: 学校物业服务内容	- 21 -
图表 43: 全国中小学校校舍建筑面积情况 (亿方)	- 22 -
图表 44: 历年政府卫生费用支出情况 (亿元) 及卫生费用占 GDP 比重情况	- 22 -
图表 45: 国内总人口 (万人) 与 65 岁及以上人口占比情况	- 22 -
图表 46: 2006 年至 2019 年我国医院量构成情况 (个)	- 23 -
图表 47: 按拥有床位数量分级别的医院数量情况 (个)	- 23 -
图表 48: 益中亘泰 2019 年主要客户收入情况	- 24 -
图表 49: 2018 年 500 强城市医院业态收费水平 (元/平/月)	- 24 -
图表 50: 截至 2019 年医院业态物业管理行业规模测算	- 25 -
图表 51: 2017 年国内各等级医院拥有病床数情况 (万张)	- 25 -
图表 52: 房地产开发口径商用房新开工面积情况 (亿方)	- 26 -
图表 53: 建筑业口径商用房竣工面积情况 (亿方)	- 26 -
图表 54: 中国购物中心在营及预测规模情况 (百万方)	- 26 -

图表 55: 2018 年 500 强商业物业收费情况 (元/平/月)	- 27 -
图表 56: 2018 年 500 强商业物业分城市能级收费情况 (元/平/月)	- 27 -
图表 57: 2015-2019 年百强物业商业业态收费情况 (元/平/月)	- 27 -
图表 58: 2018 年 500 强与百强物业公司公共场馆业态管理情况	- 28 -
图表 59: 体育馆业态物业服务合同收入情况	- 28 -
图表 60: 博物馆业态物业服务合同收入情况	- 29 -
图表 61: 图书馆业态物业服务合同收入情况	- 29 -
图表 62: 全国文化事业机构数:博物馆 (个)	- 30 -
图表 63: 全国文化事业机构数:公共图书馆 (个)	- 30 -
图表 64: 国内近年来机场建设情况 (个)	- 30 -
图表 65: 轨道交通开通城市 (个) 与运营线路 (条)	- 30 -
图表 66: 新大正基于重庆机场的物业服务合同情况	- 31 -
图表 67: 新大正基于重庆轨道交通六号线的物业服务合同情况	- 31 -
图表 68: 万科物业的城市空间服务业务介绍	- 32 -
图表 69: 万科物业在珠海横琴打造的“物业城市”模式	- 32 -
图表 70: 全国公共财政支出: 城乡社区事务情况 (亿元)	- 33 -
图表 71: 2019 年全国城乡社区支出与城市服务相关部分 (亿元)	- 33 -
图表 72: 2019 年珠海横琴新区 (岛内) 市政管养采购招标项目清单	- 34 -
图表 73: 珠海横琴新区公共空间管理与服务采购项目汇总表 (2020-2022) ..	- 35 -
图表 74: 2019 年横琴新区 (岛内) 市政管养采购预算内容拆分	- 35 -
图表 75: 全国公共财政支出: 城乡社区环境卫生情况及预测 (亿元)	- 36 -
图表 76: 增值服务的分类	- 37 -
图表 77: 2018 年百强物业公司非业主增值服务业务收入占比情况	- 37 -
图表 78: 2018 年百强物业增值服务收入结构占比	- 38 -
图表 79: 2018 年百强物业收入结构占比	- 38 -
图表 80: 物业增值服务主要围绕“物”与“人”的需求展开	- 39 -
图表 81: 部分物业公司增值服务内容	- 39 -
图表 82: 永升服务业主增值服务情况	- 40 -
图表 83: 永升服务业主增值服务人均消费情况 (元)	- 40 -
图表 84: 2020 年中国城镇居民人均消费性支出情况 (元)	- 40 -
图表 85: 截至 2025 年物业行业增值服务市场空间测算 (情景分析)	- 41 -

为什么要在这个时间点，研究物业行业市场空间？

物业服务行业近几年在多个维度发展迅速，一些领域出现了质的变化：政府对物业行业的社会定位发生了升华：物业公司可以站在基层治理的一线来分担更多的责任，同时也会给以相应的政策支持；社会对物业行业的认知发生了转变：疫情下，居民切实体会到不同物业公司的服务会有大的差距，创造了追求更好小区服务品质的需求；资本市场给予物业公司高估值的同时，也在推动行业进化：市场化拓展让公司重视服务与口碑，加速收并购倒逼企业管理水平提升，资本驱动与规模扩张下，开始持续探索科技赋能。物业行业内部出现分化，优质公司自我驱动不断实现服务与产品升级：出于对品质、口碑与竞争力的强化及提升项目提价的可能性，坚持提供高品质服务，并持续升级；基于成规模的高密度片区，试点各类型增值服务，增加收入的多元性。

基于以上多种变化，物业服务行业的商业模式已不再是简单的平稳增长的管理面积与难以改变的物业费相乘；政府与社会对行业认知的变化，加速了物业服务全覆盖与物业费市场化的速度；企业自身在多个增值服务领域的探索成果显著；城市服务作为最近几年新兴的细分行业，目前以环卫切入居多，未来成长空间仍是未知数。

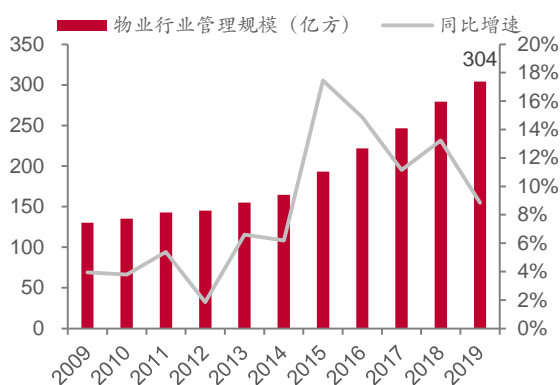
按业务类型，我们将物业行业分为**基础物业服务**，**城市服务**，**增值服务**分别讨论。

基础物业服务：住宅与非住宅市场规模合计超 1.2 万亿元

住宅业态：预计截至 2025 年行业市场规模约 8000 亿元

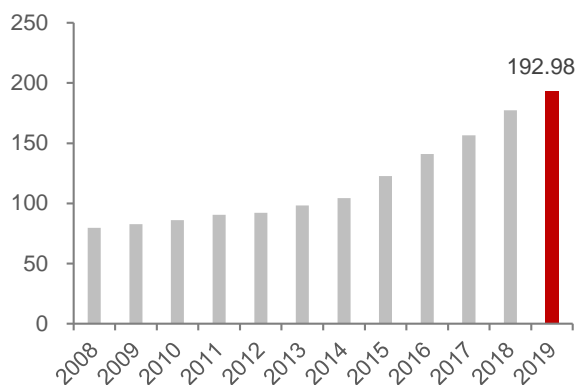
- 截至 2019 年末，物业服务行业总规模约 300 亿方。根据中国物业管理协会的调查数据，2018 年全国物业管理行业管理规模达到 279.30 亿方；据中物研协的《2020 物业服务企业综合实力测评报告》2019 年 500 强物业公司总管理规模 133.76 亿方，占全国市场份额占比 44%，以此测算出截至 2019 年末行业总规模 304 亿方。

图表 1：物业行业管理规模情况



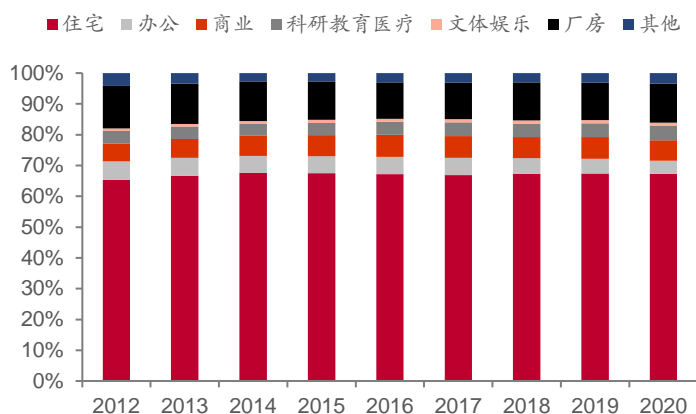
来源：中国物业管理协会、中泰证券研究所

图表 2：住宅业态全行业管理规模情况 (亿方)



来源：中物研协、中泰证券研究所 注：2018 年数据来自 500 强企业的市占率测算所得，2008-2017、2019 年来自等比例估算所得

- 截至 2019 年末，住宅业态总规模约 193 亿方。物业行业基础服务业态可以分为住宅和非住宅（写字楼、商业、公建、园区等）。据中国物业管理协会和上海易居房地产研究院联合发布的《2019 物业服务企业发展指数测评报告》，2018 年 500 强物业公司细分业态中住宅物业占比为 63.48%，考虑到物业市场中的新增供给业态分布较为稳定，全国建筑业房屋竣工面积中，自 2012 年至 2020 年住宅业态占比均维持在 66-67% 之间，与 2018 年 63% 左右物业在管业态间比例的差距，或因住宅业态的物业服务渗透率相对非住宅较高所致。因此，整体看 63% 的住宅业态占比比较接近行业过往及现状，我们用这个比例测算得截至 2019 年末住宅业态的存量物业管理规模约 193 亿方。

图表 3: 建筑业: 全国房屋竣工面积分业态占比情况


来源: Wind、中泰证券研究所

- **截至 2019 年末, 物业服务行业住宅业态渗透率约 57%。**我们测算当前物业服务行业的渗透率, 来观测未来存量市场的可渗透空间有多少。我们先测算当前城镇存量住宅的总面积, 计算上用常住人口数量乘上人均居住面积即可求得。据国家统计局数据, 截至 2019 年末我国人口总数约 14 亿, 常住人口城镇化率 60.6%, 城镇人均居住建筑面积 39.8 平方米, 算得截至 2019 年末, 我国城镇存量住宅面积 337.66 亿方, 比上文我们算得的物业服务住宅业态总面积 193 亿方, 得到住宅业态的全国渗透率约 57%。

图表 4: 我国物业行业渗透率现状测算

	2015	2016	2017	2018	2019
总人口 (亿)	13.75	13.83	13.90	13.95	14
总人口: 常住人口城镇化率	56.10%	57.35%	58.52%	59.58%	60.60%
城镇人均居住面积 (平方米)	33	36.6	36.9	39	39.8
城镇存量住宅面积 (亿平方米)	254.48	290.23	300.17	324.23	337.66
渗透率	48.19%	48.53%	52.16%	54.68%	57.15%

来源: Wind、国家统计局、中物研协、中泰证券研究所

趋势上看, 行业渗透率逐年提升。用前文的测算方法, 我们算得行业渗透率从 2015 年的 48% 左右提升至 2019 年的 57% 左右。行业渗透率持续提升的原因主要有两点: 增量住宅项目大多捆绑物业服务, 随着每年交付拉高整体行业渗透率; 存量老旧小区及无物业管理小区得到物业公司的进驻。

未来行业或达到物业服务全覆盖。2020 年 1 月 7 日, 住房和城乡建设部等 10 部门联合印发《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》(后文简称《通知》), 《通知》有针对性和前瞻性的对行业存在的问题提出了具体的措施, 其中第九条提到要: “扩大物业管理覆盖范围...逐步实现物业管理全覆盖”。

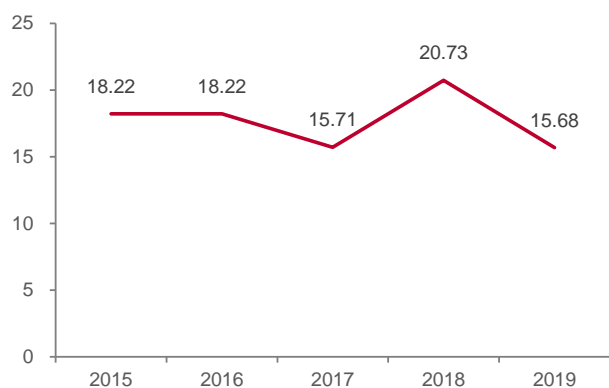
图表 5: 近年来多地出台政策推进物业服务全覆盖

时间	政策	执行情况	发布机构
2018	《天门市创建全国文明城市工作规划（2018-2020 年）》	2020 年，没有物业服务的小区，由政府聘请专业公司负责，367 个住宅小区物业管理全覆盖	天门市政府
2018.3.15	《全市老旧小区“红色物业”拓面提质工作实施方案》	全市 2460 个老旧小区已全部完成物业服务覆盖，覆盖率 100%。	武汉市政府
2018.8.17	《石家庄市老旧小区整治和管理实施方案》	截止到 2020 年 10 月，312 个社区保障型小区和 79 个无人管理老旧小区全部清零，全市实现“红色物业”城市社区全覆盖。	石家庄市政府
2018.10.25	《关于推进物业管理体制机制改革的若干意见》	到 2019 年 1 月，全市新增物业管理小区 22 个	义乌市政府
2018.12.29	《保定市老旧小区改造三年行动计划（2018-2020 年）》	截止到 2020 年 10 月，保定统筹推进主城区无物业小区的物业管理，846 个老旧小区基本物业服务全覆盖	保定市政府
2019.2.3	《西安市老旧小区综合改造工作升级方案》	2020 年 7 月，长安区物业服务实现全覆盖	西安市政府
2019.5.17	《金华市市区社区物业（准物业）管理全覆盖实施方案》	目前市区 148 家物业服务企业均已上线，覆盖 1288 个小区，我市建立起覆盖全部社区的物业管理长效机制。全面筹建物业管理小区业主委员会，推进物业（准物业）全覆盖	金华市政府
2020.1	《鹤壁市物业服务质量大提升工作实施方案》	全市 550 个住宅小区实施专业物业管理的小区由年初的 284 个增加到 416 个，其他小区由社区托管或业主自治，物业管理服务覆盖率达 100%。	鹤壁市政府
2020.1.22	《2020 年市政府重点办好的实事》	到 2020 年 9 月，莱西市无物业管理小区 86 个，居民小区物业管理全覆盖工作已完成	莱西市政府
2020.3.27	《关于推进无物业小区物业管理全覆盖工作方案》	成立市住宅小区物业管理全覆盖工作领导小组，安排专项资金 16.29 万元，市房管局组织第三方测评机构对全市六区二县一个开发区的 905 个无物业住宅居民区物业管理全覆盖工作现场执行“五有”等标准进行测评，共同推进无物业小区物业管理全覆盖工作。田家庵区推进住宅小区物业管理全覆盖，成立四宜物业公司。	淮南市政府
2020.5.15	《定海区居民小区物业服务管理工作实施方案》	定海区在全市率先启动试点物业全覆盖工作	舟山市政府
2020.9.15	《衡水市物业管理提升年工作方案》	衡水今年将改造 126 个老旧小区，到 2020 年底，主城区老旧小区改造完成率将达 100%。结合改造后小区的规模、管理现状，衡水坚持多种模式推进，实现物业服务全覆盖	衡水市政府
2020.12.9	《黄冈市区居民小区物业服务管理办法（试行）》	2020 年 12 月，麻城市在黄冈市率先成立物业服务行业党委，物业服务覆盖所有 202 个小区（网格），覆盖率达 100%，比年初提高 70.9 个百分点。	黄冈市政府

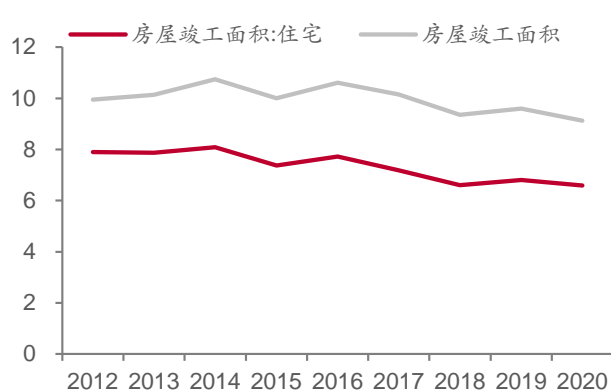
来源：各地方政府、中泰证券研究所

考虑到物业管理的复杂性与后续政策推进的进度，我们认为物业管理全覆盖不会是能够快速达成的目标，但各地政策及相关的统计数据表明，地方政府正积极响应上层号召，加强对老旧小区的覆盖力度，随着物业相关政策持续出台，存量住宅的物业服务渗透率有望持续提升。

未来物业服务住宅业态的管理面积增长途径，主要有两条：增量项目的交付及存量项目渗透率提升。增量项目交付，主要指新建商品住宅与非商品住宅的竣工交房，物业服务企业进驻；存量项目渗透，主要指对无物业管理小区进行物业服务接管。当前，行业存量渗透率，我们在前文部分测算得 57% 左右。

图表 6: 全国住宅物业新增管理面积 (亿方)


来源: 中物研协、中泰证券研究所

图表 7: 全国商品房及住宅竣工面积情况 (亿方)


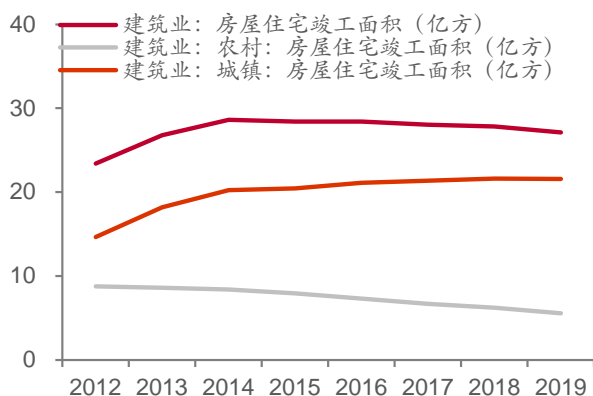
来源: Wind、国家统计局、中泰证券研究所

数据上看,近年全国商品房及住宅竣工面积,大幅低于全国物业服务住宅业态的新增在管面积。我们并不认为是物业管理面积被高估,而是每年新交付的住宅面积被低估,原因我们认为有两点:

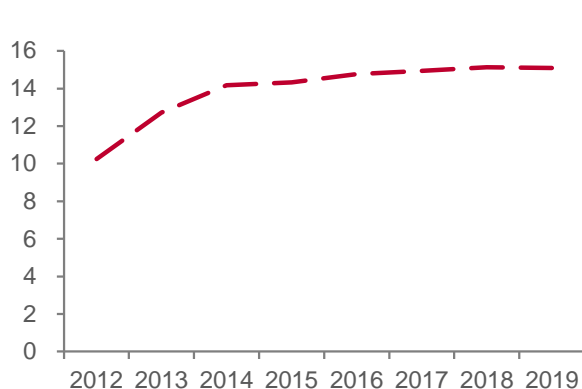
1) 物业服务住宅在管面积的增加不仅包含商品房,也包含非商品房:

如福利房、经济适用房、公租房、小产权房等各类房产;

2) 商品房竣工面积数据无法完全反应实际交付住宅的面积:我们从建筑业的统计口径看,全国建筑业房屋住宅竣工面积在 2014 年达到 28.63 亿方,随后小幅回落截至 2019 年末为 27.11 亿方,下降的原因主要是城镇化率提升带来的农村自建房的减少,我们看到农村住宅竣工面积从 2012 年的 8.78 亿方大幅降至 2019 年的 5.56 亿方,因而从城镇口径看,住宅竣工面积自 2014 年以来总体趋势是持续增长的。

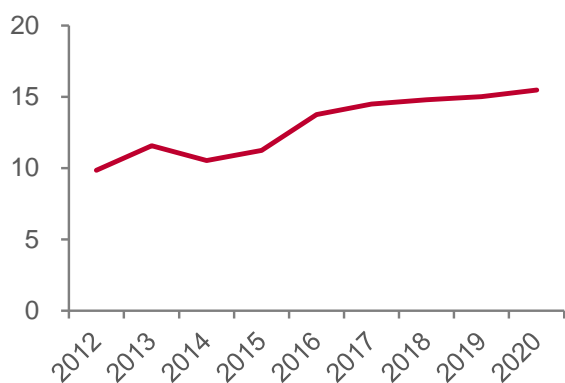
图表 8: 建筑业口径全国房屋竣工情况


来源: 《中国农村统计年鉴-2020》、国家统计局、中泰证券研究所

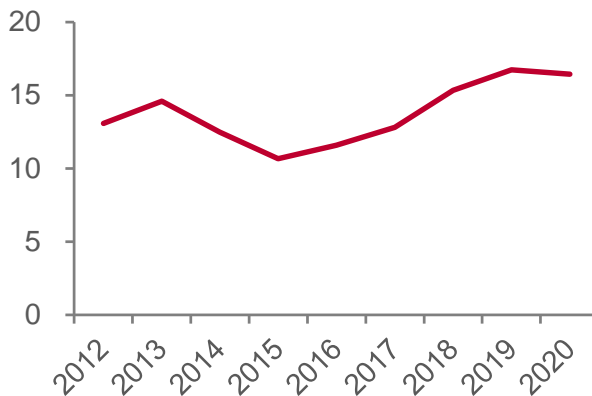
图表 9: 假设 70% 面积城镇住宅有物业覆盖 (亿方)


来源: Wind、国家统计局、中泰证券研究所测算

- **2014 年至今每年交付的有物业服务的住宅面积或均在 14 亿方以上。**我们用建筑业口径的房屋住宅竣工面积减去农村的住宅竣工面积得到城镇住宅竣工面积,这个口径较商品房住宅更大,涵盖了保障性住房,但同时也包括了自建房及一些物业服务未能覆盖到的区域,考虑到当前全国城镇物业覆盖率为 57% 左右,新建住宅给予更高一些的覆盖率更为合理,我们假设 2012 年至今城镇新建住宅的物业服务覆盖率为 70%,可算得 2014 年至今交付的有物业服务的住宅面积均在 14 亿方以上,加上每年物业服务对存量无物业项目的渗透,与中物研协给出的物业服务管理面积增长中枢在 17-18 亿方相吻合。

图表 10: 商品房销售面积:住宅 (亿方)


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 11: 房屋新开工面积:住宅 (亿方)


来源: Wind、中泰证券研究所

- 未来 3 年的物业服务新接管面积有望在 15 亿方以上。**全国商品房住宅新开工及销售面积分别从 2015 年、2014 年触底反弹, 多层及高层商品房从开工到竣工交付的周期通常为 2.5-3 年, 映射到竣工端, 2021-2023 年的住宅物业交付大致对应 2018-2020 年的新房开工与销售, 从商品房口径看这个区间中枢在 15 亿方左右, 此外非商品房住宅(政策性住房)未计算在内, 因此 15 亿方是一个相当保守的估算。
- 中期维度看, 2025 年住宅业态规模或达到 288 亿方。**我们假设总人口、城镇化率、人均居住面积保持一定的增速, “十四五”期间物业渗透率在政策驱动下进一步提升, 预计到 2025 年, 全国住宅业态的物业管理面积有望达到 288 亿方。

图表 12: 预测 2025 年物业行业住宅业态在管规模约 288 万方

	2015	2016	2017	2018	2019	2025E
总人口 (亿)	13.75	13.83	13.90	13.95	14	14.42
总人口: 常住人口城镇化率	56.10%	57.35%	58.52%	59.58%	60.60%	65.00%
城镇人均居住面积 (平方米)	33	36.6	36.9	39	39.8	44
城镇存量住宅面积 (亿平方米)	254.48	290.23	300.17	324.23	337.66	412.46
渗透率	48.19%	48.53%	52.16%	54.68%	57.15%	70%
全国住宅业态在管面积	122.64	140.86	156.57	177.30	192.98	288.72

来源: 国家统计局、Wind、中物研协、中泰证券研究所

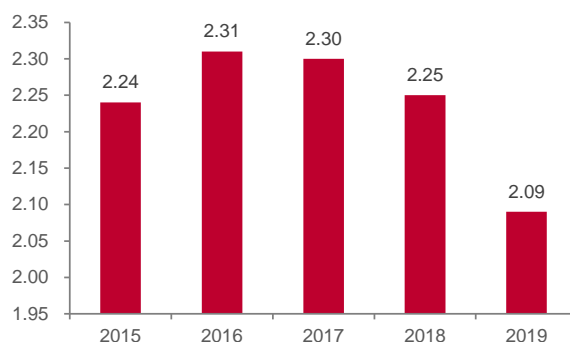
从 3 年维度的新开工-竣工数据也可以进行一定程度上的交叉验证。我们在前文预测 2021-2023 年商品房住宅交付口径的面积年中枢值在 15 亿方左右, 加上非商品房住宅部分, 总计年均交付约 18-19 亿方; 考虑到当前商品房销售及土地市场的韧性, 未来 2 年房屋新开工与销售有望维持当前的高基数, 我们预计 2024-2025 年的住宅交付也能维持接近 15 亿方的规模, 加上非商品房住宅部分, 总计年均交付 17-18 亿方; 那么以此口径计算, 未来 5 年将会有总计约 90 亿方的物业交付面积, 截至 2025 年的总住宅业态物业面积约 283 亿方, 与用总量数据线性外推差距并不大。

■ 当前物业行业住宅业态物业费在 2 元/平左右

据中指院数据，2015-2020 年百强物业公司住宅物业费水平在 2-2.3 元/月/平方米左右；中国物业管理协会统计 2018 年 500 强物业公司住宅物业费在 2.10 元/月/平方米。

全国范围看，大多数地区物业费市场整体上并未放开，存在指导价或限价，因此物业费单价并未能够大规模提升。在管物业费单价自 2016 年后逐年有略微降低，我们认为与行业加大对存量老旧小区物业渗透所致，这些项目服务业务相对较少，大多仅维持在最基础的保洁保安，因此物业费水平较低。

图表 13: 百强房企住宅业态物业管理费情况 (元/月/平方米)



来源：中国指数研究院、中泰证券研究所

■ 2025 年物业行业住宅业态物业费有望回归 2.3 元/平左右

我们认为住宅业态物业费在未来有望小幅提升，至 2025 年或回到 2.3 元以上，理由有以下 3 点：1) 存量住宅渗透的边际占比递减，“十三五”期间政府层面对于“物业全覆盖”已经做了较多工作，未有物业公司进驻的老旧小区越来越少，这部分低价物业项目进入市场，对于行业整体物业费的稀释影响也越来越小；2) 新交付物业整体定价较高，有望拉高行业整体物业费水平；3) 部分到期物业项目成功提价，带动物业费水平上升，当然这部分目前占比比较少，但多地持续推进物业费市场化，价格空间陆续打开，我们认为未来物业行业新交付与续签物业费均有望持续提升。

按以上测算与假设，我们预计截至 2025 年物业行业住宅业态市场空间将达到 $288 \text{ 亿平} \times 12 \text{ 月} \times 2.3 \text{ 元/平/月} = 7948.8 \text{ 亿}$ 。

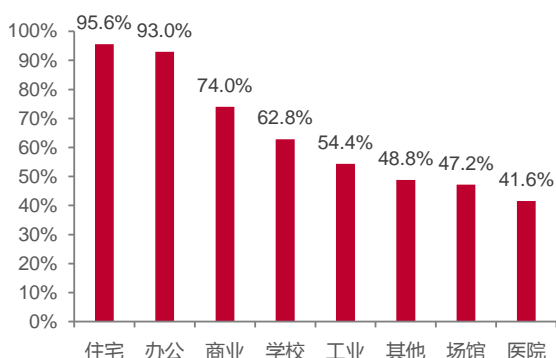
非住宅业态：预计截至 2025 年行业市场规模约 6314 亿元

非住宅业态是除开住宅业态的基础物业管理类别服务的总称，涵盖的范围比较多，也没有明确分类。我们按物业业态将非住宅物业分为写字楼物业、产业园区物业、学校物业、医院物业、商业物业、公共物业。

非住宅物业与住宅的区别：

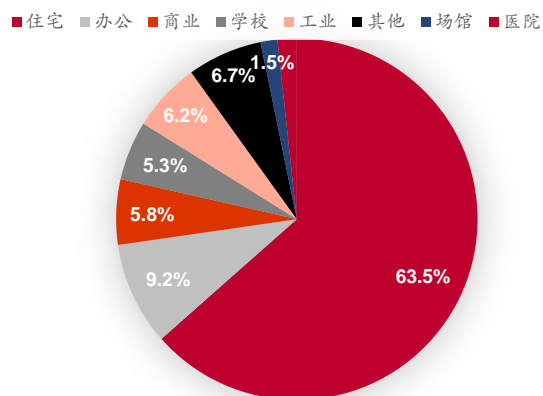
- 1) 细分赛道多：**非住宅物业是统称，按办公、商业、学校、医院等不同业态分类，不同业态间物业费水平差距较大，这是由于需求不同导致的服务标准不同；
- 2) 专业能力强：**非住宅业态需要相应的专业领域服务能力，因此会产生相比于住宅更高的物业费；

图表 14：2018 年 500 强物业公司拥有业态情况



来源：中物研协、中泰证券研究所

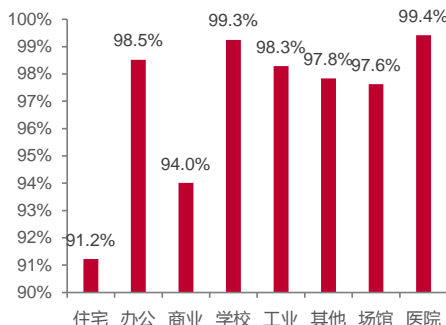
图表 15：2018 年 500 强物业管理面积占比情况



来源：中物研协、中泰证券研究所

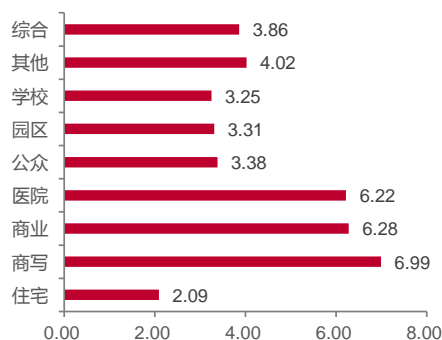
- 3) 收缴率较住宅高：**非住宅物业的产权方一般为单一业主，更易管理，物业费收缴率相对住宅物业更高；
- 4) 物业费较住宅高，且差异较大：**由于非住宅物业专业性较强，专业服务需求多，对人员素质能力要求更高，导致产生的服务成本更高，因而收取的服务费用更高；此外，非住宅业态由于业态繁多，不同业态对于服务品质的需求差距较大，导致服务费水平差距较大。

图表 16：2018 年 500 强物业企业各业态收缴率情况



来源：中物研协、中泰证券研究所

图表 17：2019 年百强物业企业各业态物业费（元/平/月）情况



来源：中国指数研究院、中泰证券研究所

综上，考虑到非住宅业态的多样性，对于非住宅业态市场空间测算，我

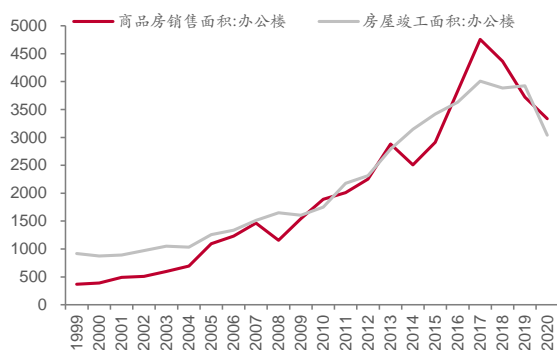
们分别评估每项业态的发展情况，主要分为**写字楼、园区、学校、医院、商业、公共**这六大业态。

写字楼：预计截至 2025 年行业市场规模约 827 亿元

我们用办公楼新开工面积来估算存量商办市场的面积，而不是用交付口径的竣工面积。

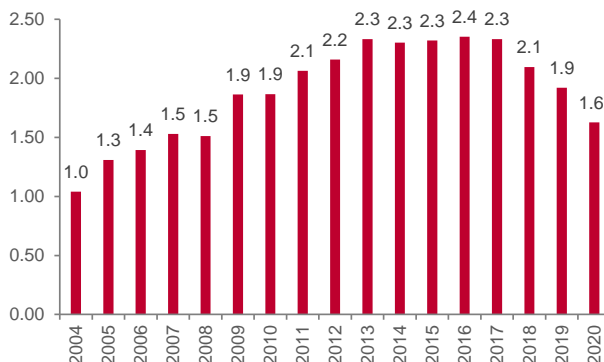
因为我们发现与住宅市场销售与竣工存在较长时滞与大幅背离不同，在商办市场房屋销售与竣工面积拟合度较高，或因商办整体期房交易比例较小，但从数据口径看，可交易的商办口径在存量商办市场中仅占一部分，还有大量不可交易部分，我们从建筑业口径看自 2009 年开始，办公用房的年竣工面积基本都在 2 亿平以上，2020 年有较为明显的回落，但仅计算 2010-2020 这 10 年的竣工办公建筑就有 20 亿平。

图表 18: 全国办公楼销售与竣工情况 (万方)



来源：国家统计局、Wind、中泰证券研究所

图表 19: 建筑业：办公用房建筑面积 (亿方)



来源：国家统计局、Wind、中泰证券研究所

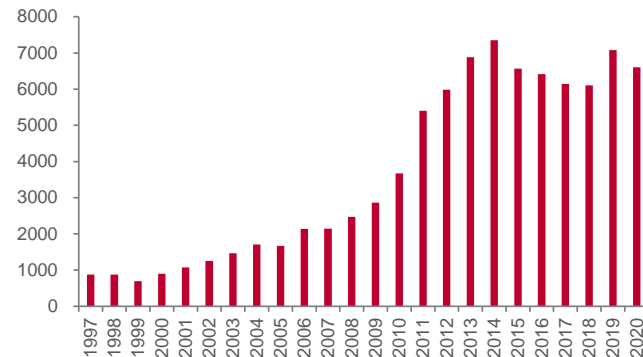
据弗若斯特沙利文统计与测算，2019 年商务物业领域，中低端物业规模达到 6.83 亿方，高端物业达到 1.36 亿方，商务物业总规模达到 8.19 亿方，预计 2020 年将达到 8.69 亿方。

图表 20: 国内商务物业在管面积情况 (百万方)



来源：卓越商企招股书、弗若斯特沙利文、中泰证券研究所

图表 21: 全国办公楼新开工面积情况 (万方)



来源：国家统计局、Wind、中泰证券研究所

从统计局新开工数据看，1997-2020 年全国房屋办公楼业态新开工面积累计达到 8.83 亿方，考虑到 1997 年之前的一些老旧物业并未计算在其中，那么截至 2020 年办公楼业态总面积有较大概率超过 10 亿方，但新

开工并不意味着交付使用，也有不少项目未完成或停工，我们认为 2020 年行业真实存量规模与弗若斯特沙利文测算的相近，商写业态在管存量在接近 9 亿方左右。

图表 22: 商务物业总面积复合增长率预测

在管总面积	2014-2019A	2020-2025E
高端商务物业	13.00%	7.50%
中低端商务物业	8.90%	4.70%
总计	9.50%	5.20%

来源：卓越商企招股书、弗若斯特沙利文、中泰证券研究所

增速方面，商办业态的供给在 2014 年到达顶峰，行业在较长的一段时间内处于供过于求状态，但整体供应依然维持在较高的水平，从办公楼新开工面积可以看出，2019 年一转之前的下行趋势，当年新开工面积超过 7000 万方，2020 年有所回落，且受到疫情影响，但也维持在 6600 万方左右的规模，商办新开工保持了较强的韧性。

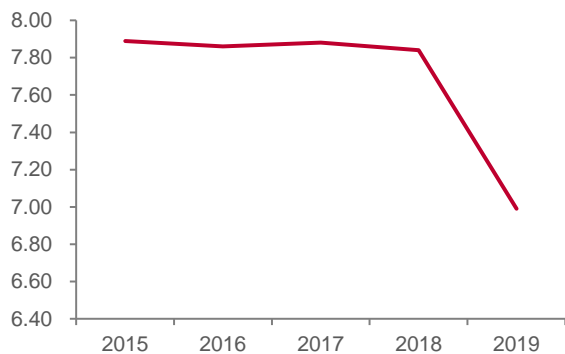
图表 23: 国内商办物业在管面积情况测算 (百万方)



来源：弗若斯特沙利文、国家统计局、Wind、中泰证券研究所

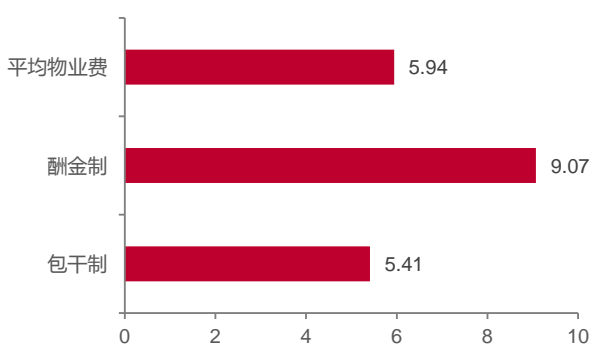
因此，我们预计 2021-2025 年新增商办在管面积复合增速在 4000-5000 万方的规模，在 2020 年 9 亿方的基础上，预计 2020-2025 年行业将保持 5% 左右的复合增速的增长，预计至 2025 年商办物业在管面积将达到 11.49 亿左右。

图表 24: 百强物业公司写字楼业态物业费情况 (元/平/月)



来源：中国指数研究院、中泰证券研究所

图表 25: 500 强物管企业写字楼业态物业费情况 (元/平/月)



来源：中物研协、中泰证券研究所

据中指院的《中国物业服务百强企业研究报告》，百强物业公司

2015-2019 年写字楼物业费水平在 7-8 元左右，中物研协的 500 强物业企业调查显示 2018 年 500 强企业平均写字楼物业费为 5.94 元。

我们认为 500 强企业的费用较为接近全行业的平均水平，因为百强企业服务项目相对更高端，收费更高；而随着规模扩大，管理面积增加，单平收益呈现下降趋势。据中物研协数据，百强企业 2015-2018 年管理面积复合增速 26.38%，同期收入增速 18.12%。因此，我们判断更大的样本量能够更好的代表行业平均水平。考虑到写字楼物业费提价相对住宅容易，我们保守预计至 2025 年商写业态全国物业费水平在 6 元/平/月左右。

按以上测算与假设，我们预计至 2025 年物业行业写字楼业态市场空间将达到 11.49 亿平 x12 月 x6 元/平/月=827.28 亿。

产业园区：预计截至 2025 年行业市场规模约 1544 亿元

产业园区类型包括科技园、工业区、文化创意产业园区、物流产业园区等，面积较大，兼具办公、展销、生产、生活等多种功能，涉及服务种类较多。因此，与其他业态相比，物业管理服务内容更加复杂，管理难度更大。

图表 26：园区物业管理服务主要内容

园区物业服务类别	服务内容
设备设施管理	设备设施运行管理、预防性维护保养、维修、配套设施完善、改造、运维数据平台的维护等服务
安全消防管理	日常安全消防管理、突发事件管理、安全消防宣传与培训、内部事件调查、园区周边安全管理等服务
环境服务	园区日常清洁、专项清洁、消杀、室外绿化养护、室内植物租摆养护等服务
综合服务	品质管理、EHS 管理、会议室服务、邮件邮发、商务接待保障等
空间管理	对场地、家私、废旧物品等方面进行系统性、科学化的管理，负责其调配及搬迁方案制定，宣传品、临时场地申请管理等，提升空间效率，节约公司运营成本。
分包商管理	各类分包商的选聘、日常工作监管、激励与考核等，确保分包商的管理质量达到考核指标。

来源：特发服务招股书、中泰证券研究所

目前，园区的物业服务已呈现出现代服务业的特征，并逐步渗透到产业流程之中，不仅包括政府主管部门对接、园区餐饮、园区住宿、设施设备管理与租赁等基础服务，还涵盖了咨询、创投、金融租赁、物流支持、财务、人力资源、呼叫中心、服务外包等增值性服务。针对不同的客户需求，物业管理服务企业需建立个性化服务体系，设计针对性服务方案，从而构造组合型的服务产品，升级基础物业服务并拓展服务外延，实现良好的经济效益。

图表 27: 截至 2018 年国内现有开发区情况



来源: 中国开发区网、《中国开发区审核公告目录》(2018 版)

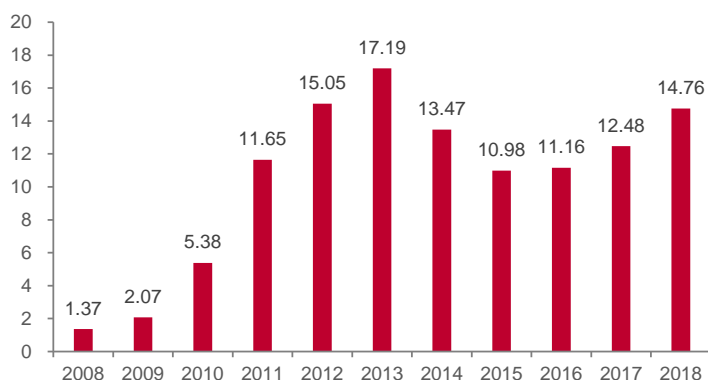
图表 28: 168 个国家高新技术产业开发区分布

地区	高新区数量(家)	地区	高新区数量(家)
江苏	17	广西	4
广东	14	重庆	4
山东	13	内蒙古	3
湖北	12	黑龙江	3
江西	9	新疆	3
辽宁	8	云南	3
浙江	8	山西	2
四川	8	上海	2
湖南	8	贵州	2
福建	7	甘肃	2
河南	7	宁夏	2
陕西	7	北京	1
安徽	6	天津	1
河北	5	海南	1
吉林	5	青海	1

来源: 《中国开发区审核公告目录》(2018 版)、中泰证券研究所

全国各类型开发区合计超过 2728 个。据中国开发区网的数据,截至 2018 年全国各类型开发区共计 2728 个,其中国家级高新区有 168 个。国家科技部于 2017 年 4 月发布的《国家高新技术产业开发区“十三五”发展规划》显示,2015 年纳入统计的 146 家国家高新区共实现营业收入 25.37 万亿元,“十二五”期间实现年均增长 17.4%,各类型产业园区已成为我国经济发展的重要引擎。

图表 29: 2008-2018 年全国工业用地成交总建面(亿方)



来源: 中物研协、中泰证券研究所

产业园区的主要用地类型是工业用地,据中物研协发布的《2019 物业服务企业发展测评指数测评报告》显示,仅 2008 年-2018 年,全国工业用地成交的总建筑面积达到了 115.6 亿方;2011 年开始,每年成交的工业用地面积均在 10 亿方以上,因此单从园区业态看,当前存量市场和未来容量都有较大空间。

测算产业园区的存量规模难度较大,当前并未有任何机构做过相关统计。我们的思路是从国家级开发区的建成面积出发,按一定空置率测算出在管面积,再等比例扩大到省级开发区,从而汇总得全国产业园区的在管面积。

图表 30: 国家级开发区土地集约利用监测统计基本情况表 (2020 年)

类型	基本数据				用地结构			土地利用强度			投入产出效益	
	监测统计 范围面积 (万公顷)	可开发建设 土地面积 (万公顷)	已供国有建设 用地面积 (万公顷)	已建成城镇建 设用地面积 (万公顷)	工业 用地率 (%)	综合 容积率	建筑密度 (%)	工业用地 综合容积率	工业用地建筑 系数 (%)	工业用地固定 资产投入强度 (万元/公顷)	工业用地 地均税收 (万元/公顷)	综合地均 税收 (万元/公顷)
全国	50.07	48.38	40.12	37.22	48.52	0.98	32.8	0.93	52.17	8984.3	678.99	539.96
分区域												
东部	26.88	25.83	21.4	19.74	52.36	0.98	33.68	0.99	53.24	10385.93	864.23	734.3
中部	9.23	8.99	7.52	7.03	49.75	1.04	35.52	0.94	51.11	7332.74	408.83	327.03
西部	9.23	8.97	7.36	6.8	38.1	1.03	29.73	0.76	50.91	7944.47	387.99	297.76
东北部	4.73	4.59	3.83	3.65	44.85	0.82	28.48	0.75	49.7	5307.24	547.51	350.37
分管理类型												
经济类开发区	27.8	26.77	21.95	20.39	51.63	0.95	33.8	0.9	52.86	8307.79	576.6	471.97
高新类开发区	18.12	17.54	15.21	14.38	40.92	1.09	31.75	0.98	49.91	10348.43	825.71	605.33
海关特殊监管区域	4.15	4.08	2.95	2.44	67.33	0.69	30.61	0.89	55.86	8432.66	809.28	722.51
分评价类型												
工业主导型	36.54	35.29	28.81	26.53	58.47	0.89	33.96	0.93	52.55	8750.1	690.53	539.96
产城融合型	13.54	13.1	11.31	10.68	23.81	1.21	29.92	0.92	49.88	10412.7	608.61	539.95

来源: 自然资源部、中泰证券研究所

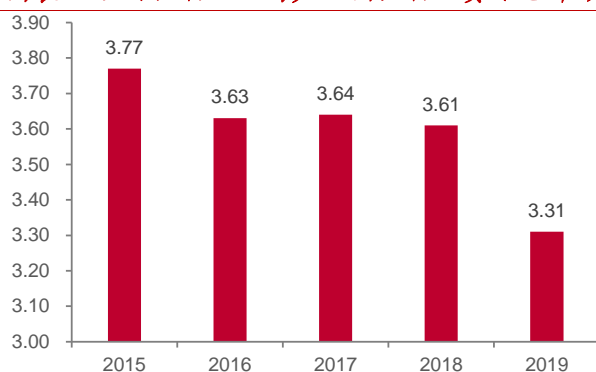
我们参考自然资源部 2021 年 1 月 13 日发布的《国家级开发区土地集约利用监测统计基本情况表》获得国家级开发区的土地利用情况; 从发改委、国土部、住建部等十部委联合印发的《中国开发区审核公告目录》获得 552 家国家级开发区与 1991 家省级开发区的核准面积情况。

图表 31: 全国产业园区存量在管规模测算 (亿方)

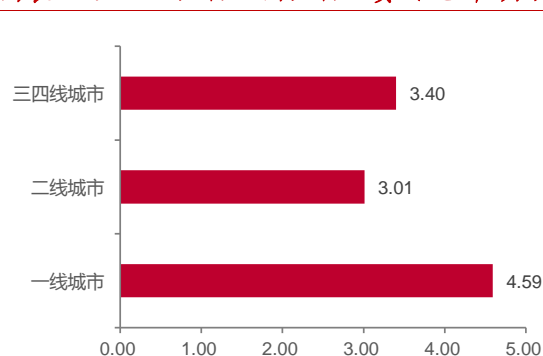
	核准面积	建成城镇建设用地面积	工业用地率	工业用地综合容积率	在管面积
国家级开发区	55.55	37.22	0.49	0.93	16.80
省级开发区	126.52	84.77	0.49	0.93	38.25

来源: 自然资源部、《中国开发区审核公告目录》(2018 版)、高力国际、中泰证券研究所

假设省级开发区的土地利用强度和国家级相似, 我们测算得截至 2020 年国家级开发区在管面积约 16.8 亿方, 省级开发区在管面积约 38.25 亿方, 那么全国国家级和省级园区的建筑面积约 55 亿方。考虑到每年全国的成交工业用地建面有 10 亿方的规模, 保守估计 1/10 纳入产业园区统计范畴, 也就是每年新增 1 亿方的产业园区建筑面积, 那么 2020-2025 年间有望新增 5 亿方的园区建筑面积, 那么预计截至 2025 年, 产业园区总建面约 60 亿方。

图表 32: 百强物业公司产业园区物业费 (元/平/月)


来源: 中国指数研究院、中泰证券研究所

图表 33: 500 强物业园区物业费 (元/平/月)


来源: 中物研协、中泰证券研究所

百强物业公司的园区物业费从2015年至今有下行的趋势,从结构上看,一线城市园区物业费高于二线和三四线城市,三四线高于二线城市,我们认为原因本身布局在城区的外围,相对于地价并不敏感,因此城市间的差距并不如地价与房价大,从行业趋势看物业费长期会保持上行趋势,但考虑到园区业态整体市场集中度较低,渗透率还有较大空间,保守预测至2025年园区业态的物业费维持3.3元/平/月的价格。

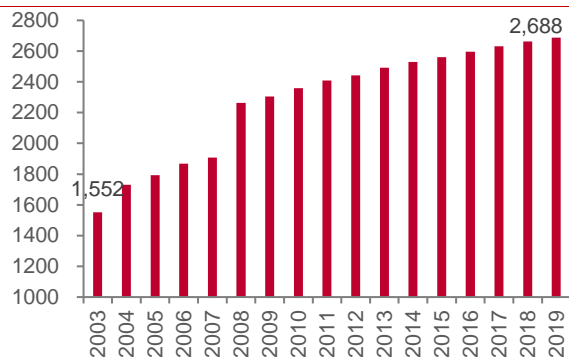
根据高力国际统计,2020年北京产业园区空置率在30%左右,考虑到下沉市场的压力,我们预计产业园区整体空置率在35%左右。

综合前文对园区业态面积及单价与空置率预测,我们预计至2025年产业园区物业服务的市场空间为 $60 \times 3.3 \times 65\% \times 12 = 1544$ 亿元。

学校: 预计截至2025年行业市场规模约550亿元

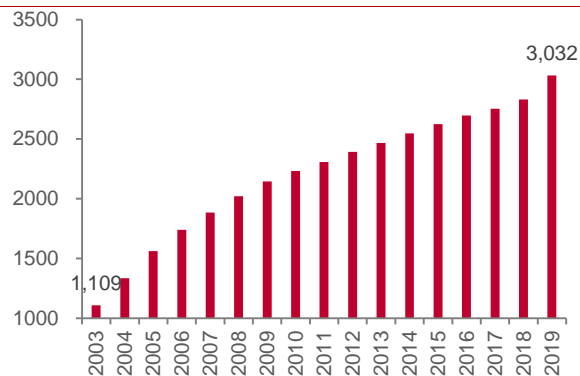
截至2019年末,全国高校数量达到2688个。我国学校后勤化改革推进已经进行了24年,学校物业市场不断扩大,学校方从单一模块外包,逐步转变为学校物业服务整体外包。同时,我国高校数量也在逐年增多,数据上看,全国高校数量从2003年的1552个上升至2019年的2688个,普通高校的在校生数由2003年的1109万人上升至2020年的3032万人。

图表 34: 普通高等学校数 (个)



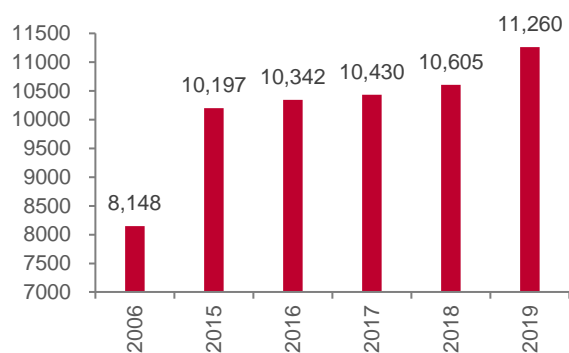
来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 35: 普通高等学校在校学生数 (万人)

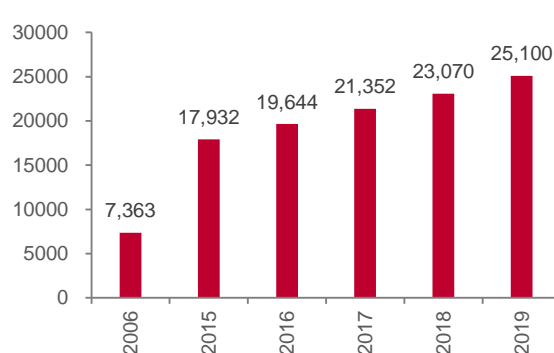


来源: 国家统计局、中泰证券研究所

数量上看,2003年-2019年高校数量增加了1.7倍,而在校生数增加了2.7倍。这期间学校大幅加强了自身基础设施建设,容积率持续优化,教职工与学生的生活条件也大幅改善,但数据上看单校学生密度更高,我们认为学校扩建增加了更多新校区,但并未将这些校区与学校独立开来,导致数据上看起来显得学校人数更拥挤了。

图表 36: 高等教育:普通高等学校校均规模(万人)


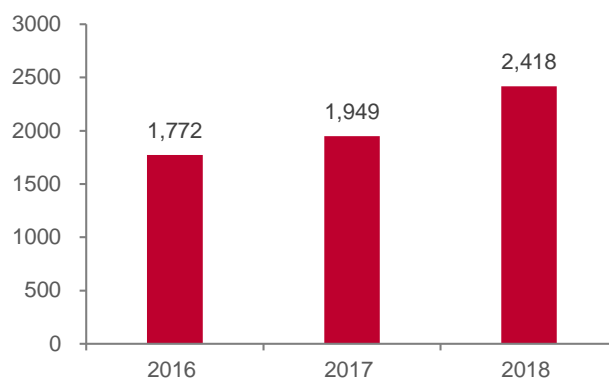
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 37: 高等教育固定资产:学校产权(亿元)


来源: Wind、中泰证券研究所

我们从单校规模及学校固定资产值的增量可以看出这一变化,全国普通高校校均规模由 2006 年 8148 人上升到 2019 年的 11260 人;高等教育固定资产由 2006 年的 7363 亿上升至 2019 年的 25100 亿。我们保守预计每个高校平均拥有 2 个校区,全国截至 2019 年末 2688 所高校,对应 5376 个校区。

学校作为多业态并存的公共设施,物业服务计费多以模块外包的方式,给出一个总合同金额,由于学校含有多种业态,服务种类多,定制化服务带来的结果是单个项目金额差距较大。简单外包保安或保洁的基础服务合同较小,但学校开放更多的服务给物业公司后,收入会有明显增长。

图表 38: 新大正从重庆大学获得的收入情况(万元)


来源: 新大正招股书、中泰证券研究所

随着与学校合作加深,物业公司得到学校的认可,学校开放更多的服务项目给公司,公司单个项目的贡献也逐年增大,实现内生增长。新大正对重庆大学的服务收入从 2016 年的 1772 万提升到 2018 年的 2418 万,提升了 36.5%。可以预计随着校企合作深入,物业公司在学校业态的服务不仅因渗透率提升而扩大收入规模,而且存量项目单体收入也存在持续增长的潜力。

图表 39: 部分新大正学校业态服务项目情况

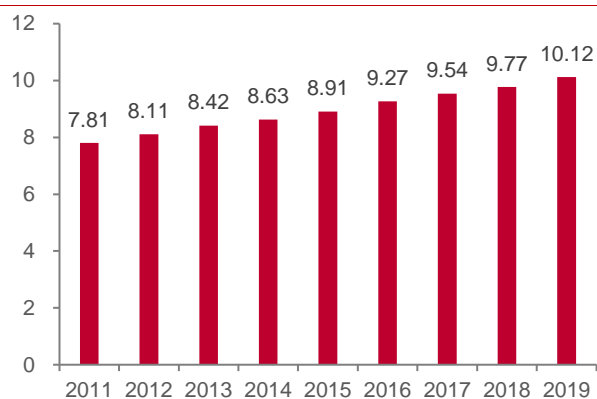
合同名称	业主(甲方)	总金额(万元)	合同期限	合同年限	年化金额(万元)
重庆大学虎溪校区校园物业管理服务合同	重庆大学	4,991.22	2018.1.1-2020.12.31	3	1663.74
重庆邮电大学校园物业管理与服务合同	重庆邮电大学	4,263.01	2016.7.20-2019.7.19	3	1421.00
重庆市政府采购合同-重庆师范大学	重庆师范大学	4,080.56	2016.8.1-2019.7.31	3	1360.19
四川外国语学院物业服务合同	四川外国语学院	2,584.27	2016.8.10-2019.8.9	3	861.42
重庆电子工程职业学院校园物业管理服务委托合同	重庆电子工程职业学院	2,030.98	2016.10.1-2019.9.30	3	676.99
重庆市政府采购合同-重庆大学 ABC 校区校园安保服务外包项目	重庆大学	1,261.13	2017.8.26-2019.8.25	2	630.57
重庆市政府采购合同-重庆工程职业技术学院	重庆工程职业技术学院	1,679.37	2016.8.1-2019.7.31	3	559.79
重庆市政府采购合同-重庆理工大学两江校区	重庆理工大学	1,590.28	2016.8.1-2019.7.31	3	530.09
重庆市政府采购合同-重庆管理职业学院物业管理	重庆城市管理职业学院	1,965.85	2019.1.1-2022.12.31	4	491.46
重庆工商大学南岸校区公寓物业管理委托合同	重庆工商大学	1,437.59	2016.9.1-2019.8.31	3	479.20
重庆科技学院公共物业管理服务合同	重庆科技学院	1,435	2011.12.22-2013.12.21	3	478.33
重庆市政府采购合同-重庆工业职业技术学院	重庆工业职业技术学院	1303.31	2016.5.6-2019.5.5	3	434.44
西南政法大学沙坪坝校区物业服务委托合同	西南政法大学	1,171.97	2018.11.10-2021.11.10	3	390.66
重庆市政府采购合同-重庆理工大学花溪校区	重庆理工大学	1,158.98	2017.9.1-2020.8.31	3	386.33
贵州工业职业技术学院清镇、观山湖校区物业管理项目服务合同	贵州工业职业技术学院	760	2018.9.1-2020.8.31	2	380.00
彭水第一中学校物业管理服务合同	重庆市彭水第一中学校	1,312.29	2017.1.16-2021.1.15	4	328.07
云南省省级政府采购合同书-云南师范大学	云南师范大学	708.25	2018.10.1-2021.9.30	3	236.08
重庆市政府采购合同-四川美术学院	四川美术学院	851.26	2017.10.18-2020.10.18	3	283.75
重庆护理职业学院物业服务合同	重庆护理职业学院	558.85	2018.3.1-2021.2.28	3	186.28

来源: 新大正招股书、中泰证券研究所

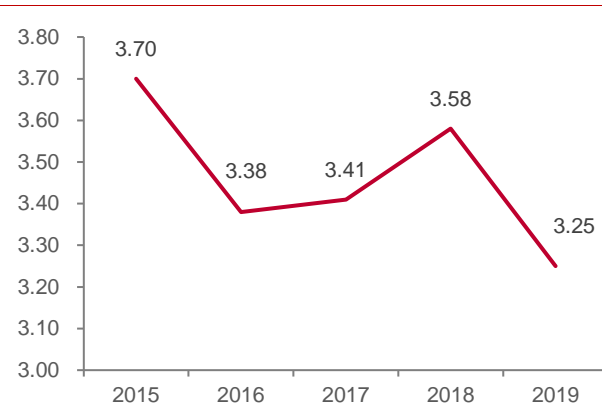
单校区年化合同金额约 600 万。以新大正在西南区域的学校物业为例,涵盖了各种体量与类型的院校,年化合同金额在 186 万-1664 万不等,我们取所有项目的平均值,得到在管项目单校区平均年化金额约 600 万,我们认为这一金额用来衡量高校平均物业费较为合理,因为在这 19 个样本学校中有规模较大的全国重点大学、也有规模较小的高职院校。同时,19 个样本高校取中位数的话是 479.2 万,但考虑到学校物业合同一般签 3 年左右,合同到期后若续签,大多数情况会因为人力成本的刚性上升,叠加服务需求的增多,带来续签合同金额的提升。比如上文提到新大正对重庆大学的服务收入从 2016 年的 1772 万提升到 2018 年的 2418 万,提升了 36.5%。假设在 2019-2025 年这 2 个 3 年的合同期内,总提价幅度达到 20%,那么 2018 年的中位数 479.2 万在 2025 年将达到 575 万。因此无论是用中位数和平均数,至 2025 年单个校区的物业服务金额大概在 600 万左右会是一个比较合理的预测。

截至 2019 年底全国 2688 个高校,由于 2010-2019 年全国高校复合增速为 1.47%,假设 2019-2025 年复合增速为 1%,那么预计至 2025 年全国将有 2853 个高校,假设每个高校 2 个小区,对应 5707 个高校校区,则目前全国高校基础物业的市场规模约 $600 \times 5707 = 342.4$ 亿。

如果面积口径这一角度看,据教育部数据,全国普通高校校舍面积截至 2019 年达到 10.12 亿方,从 2011 年至今,每年维持约 3000 万方的增速,我们假设这个增速维持到 2025 年,那么预计 2025 年高校的校舍面积将达到 11.62 亿方左右。

图表 40: 全国普通高校校舍建筑面积情况 (亿方)


来源: 教育部、Wind、中泰证券研究所

图表 41: 百强物业学校业态物业费水平 (元/平/月)


来源: 教育部、Wind、中泰证券研究所

百强物业企业学校业态物业费水平有波动,但总体维持在 3.2-3.7 元的区间,学校业态的物业费比较有点:一方面,因为学校具有公益性,不完全遵循市场经济原则,物业费一定程度上定价受到管制;另一方面,学校多样性的需求让物业费有较高的提升空间,学校有教学楼、办公楼、食堂、会议室、图书馆、宿舍等多业态,随着服务的放开,物业服务收入有持续提升的空间。

图表 42: 学校物业服务内容

类型	服务内容
基础物业服务	清洁绿化、学校安保、设备维修、宿舍公寓管理、图书馆管理、体育场管理、招待所管理、教学设施设备管理、门禁管控、能源管理、消防系统、风险及危机管理、环境健康安全管理、楼宇自动化管理
个性化物业服务	健身房管理、洗衣配送、物流快递、运输及班车、餐车配餐配送、便捷服务、热线服务、自动贩卖机服务、网络购物服务
管家&商务服务	定制专项保洁、行政服务、商务办公服务、礼宾及接待服务、收发室管理、高级活动策划、会议中心管理、专业助理

来源: 中物研协、中泰证券研究所

随着学校服务内容的丰富,我们预计 2025 年行业平均在管物业费至少在 3.5 元/平/月,假设高校校舍面积如上文预测的 11.62 亿方,那么高教物业市场空间约 $3.5 \times 11.62 \times 12 = 488.04$ 亿元。

前文我们分别用数校区和数面积的方法简单测算高校物业的规模,分别为 342.4 亿与 488.04 亿。

图表 43: 全国中小学校校舍建筑面积情况 (亿方)



来源: 教育部、Wind、中泰证券研究所

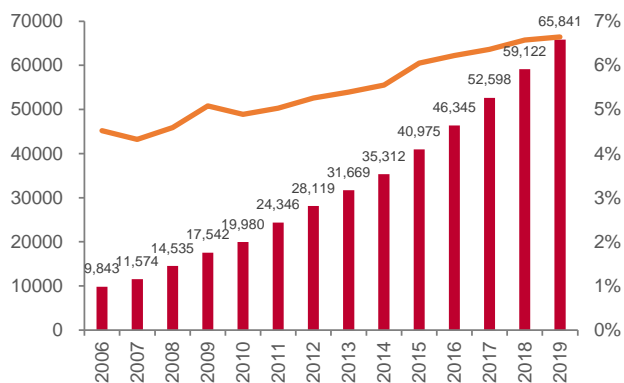
目前学校物业市场化主要在高校层级, 中小学更多承担基础教育工作, 并未大量开放, 但我们看到一些企业学校已经在这一领域展开合作。从市场空间看, 这部分同样很大, 截至 2019 年全国中小学校舍建面达 20 亿方左右, 从 2016 年至今年均增长 8000 万至 1 亿方, 我们保守估计未来 5 年年均增长 8000 万方, 那么截至 2025 年全国中小学校舍总建面预计达到 24.8 亿方, 按 3.5 元/平/月的均价计算, 假设中小学物业后勤服务逐步向市场放开, 到 2025 年后勤服务市场化达到 20%, 那么截至 2025 年中小学物业市场空间约为 $24.8 \times 3.5 \times 12 \times 20\% = 208.32$ 亿。

加上前文我们对高校领域数校区与数面积法测算的 2025 年市场规模分别为 342.4 亿与 488.04 亿, 两种口径结果近似, 出于审慎评估原则我们取较低的 342.4 亿, 加上中小学物业市场的体量, 那么预计至 2025 年, 学校业态总市场规模至少达到 550 亿。

医院: 预计截至 2025 年行业市场规模约 450 亿元

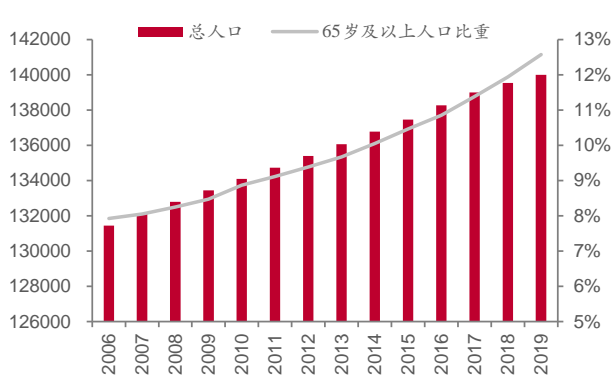
医疗卫生总费用增长潜力大, 市场需求旺盛。随着国力增强, 我国的医疗卫生投入高速增长。从 2006 年至 2019 年, 我国卫生总费用从 0.98 万亿增长至 6.58 万亿, 年复合增长率为 15.74%。同时, 卫生总费用占 GDP 的比重也从 2006 年的 4.52% 上升至 2019 年的 6.64%。

图表 44: 历年政府卫生费用支出情况 (亿元) 及卫生费用占 GDP 比重情况



来源: Wind、国家统计局、中泰证券研究所

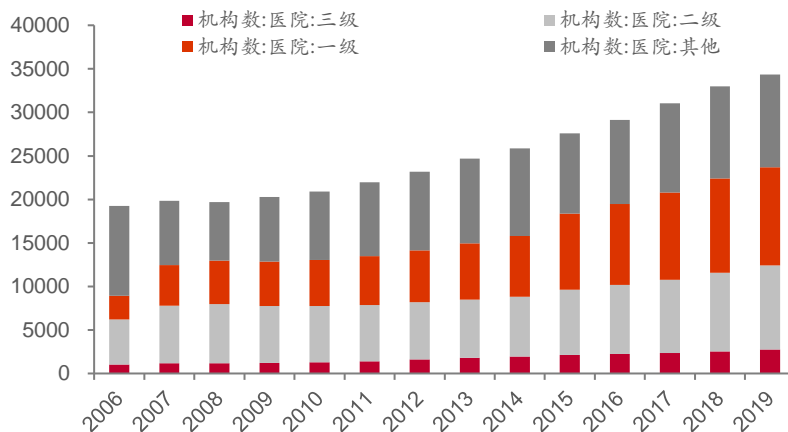
图表 45: 国内总人口 (万人) 与 65 岁及以上人口占比情况



来源: Wind、国家统计局、中泰证券研究所

医疗需求有望持续释放。我国医疗卫生机构诊疗人次快速增长的主要原因是随着全民健康意识的加强、人口老龄化的加剧、医疗技术的更新发展以及医疗卫生体制的深化改革，而其中人口老龄化是重要的推动因素。截至2019年底我国65岁以上的老人占比达到12.57%，总人口达到1.76亿，最新的第七次人口普查数据显示，截至2020年底我国60岁以上的老人达到2.64亿，占比达到18.7%。

图表 46: 2006 年至 2019 年我国医院量构成情况 (个)



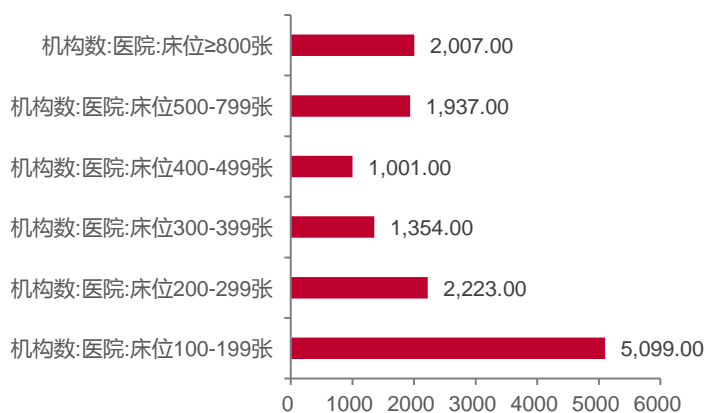
来源: Wind、卫计委、中泰证券研究所

需求带动供给，医疗供应指标稳步增长。我国现行的《医院分级管理办法》规定，医院主要按照服务的分为三级。一级医院：向一定人口的社区提供预防，医疗、保健、康复服务的基层医院、卫生院；二级医院：向多个社区提供综合医疗卫生服务和承担一定教学、科研任务的地区性医院；三级医院：向几个地区提供的高水平专科性医疗卫生服务和执行高等教育、科研任务的区域性以上的医院。

截至2019年底，我国医院数量已经达到34354个，其中三级医院2749个，二级医院9687个，一级医院11264个，其他医院10654个。

对于医院业态物业管理空间的测算，我们认为医院作为公建业态的细分行业，相比于计算面积单价，从合同金额口径测算更为合适。

图表 47: 按拥有床位数量分级别的医院数量情况 (个)



来源: Wind、国家卫计委、中泰证券研究所

具体的医院分级也会对应到医院的规模。其中一级医院对应的床位数量是20-99张；二级医院是100-499张；三级医院是500张以上。但每家

医院的规模也有较大差别,大的三甲医院可能有数千张床位,多个院区,其物业服务的规模也远大于普通或刚符合标准的医院。

图表 48: 益中巨泰 2019 年主要客户收入情况

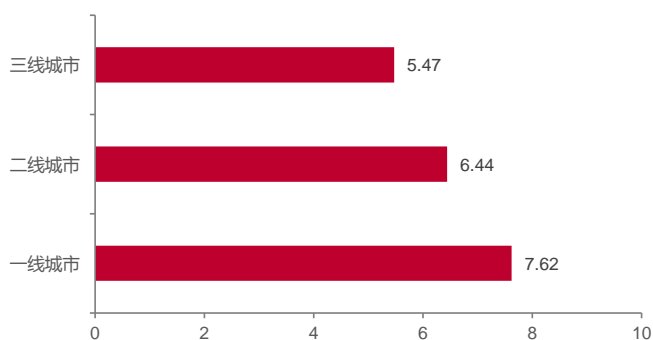
客户名称	2019 年贡献收入(万元)	床位数 (个)	每床位收取服务费 (万元/年)
上海仁济医院	4236.68	2750	1.54
温医大一附院	3075.84	3380	0.91
安医大一附院	4931.37	4990	0.99
临沂人民医院	2461.68	4082	0.60
江苏省人民医院	4174.53	4200	0.99
求和平均	18880.1	19402	0.97

来源: 益中巨泰招股书、医院官网、中泰证券研究所

我们从益中巨泰招股书中获取到主要客户的信息,可得大型综合医院平均年化物业服务合同金额约在 3000-5000 万;考虑到公司未披露是否涵盖全部院区,及物业服务项目的品类还有增加的余地,因此该合同金额不是固定不变,且更大概率是随着时间的推移,服务内容的增加而增加,因此若以当前时点的收入为基准,预测未来行业的空间,相对来说是存在一定程度上的低估。

我们从各家医院官网获得了每个医院拥有的床位数据,摊到物业服务收入中看,发现大型医院的物业服务支出比较固定,大体和床位数量成正比,平均一个床位的年化服务金额约为 0.97 万,其中上海仁济医院为 1.54 万,临沂 0.6 万,相比 0.97 万分别有一定的溢价与折价,这里面我们认为主要原因是城市能级不同带来的服务成本不同。

图表 49: 2018 年 500 强城市医院业态收费水平 (元/平/月)



来源: 中国物业管理协会、中泰证券研究所

数据上看,一线城市的医院物业费水平显著高于三线城市,因此单个床位带来的收入会有明显的差异,平均下来,我们大体可以按每床位 0.97 万/年来预估当前时点的行业平均的收入情况。

我们用每个床位产生的收入来预估全行业的物业管理收入规模,每档次的医院,我们保守估计按最低数量的床位做乘数,而对于大于 800 张床位的医院,考虑到并未设上限,不少大型医院有上千甚至近万的床位,直接用 800 张床作为大型医院的均值测算会大幅低于真实情况。因此我们予以区分,百强三级医院直接用现有病床数量作为依据,非百强三级医院每个医院按三级医院的最低标准 800 张床位计算。

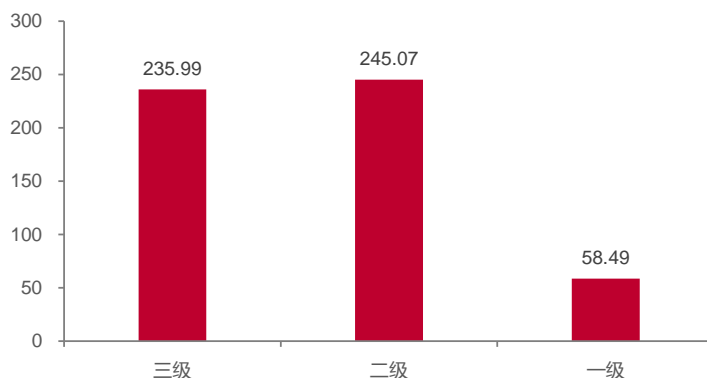
据筑医台资讯统计,截止 2018 年 4 月的全国门诊量 TOP100 医院榜单,其中规模最大的为郑州大学第一附属医院,拥有 10000 张床位, TOP100 医院的总病床数是 296619 张, TOP100 医院院均拥有病床 2996 张。

图表 50: 截至 2019 年医院业态物业管理行业规模测算

	医院:床位 100-199	医院:床位 200-299	医院:床位 300-399	医院:床位 400-499	医院:床位 500-799	医院:床位≥800	医院: top100
床位数 (张)	100	200	300	400	500	800	2996
医院个数 (个)	5099	2223	1354	1001	1937	1907	100
按规模分类床位数 (万张)	51	44	41	40	97	153	30
总床位数 (万张)				455			
床位物业费价格 (万元/年)				0.97			
当前市场规模 (亿元)	49.46	43.13	39.40	38.84	93.94	147.98	29.06
合计 (亿元)				412.75			

来源: Wind、国家卫计委、中泰证券研究所测算

图表 51: 2017 年国内各等级医院拥有病床数情况 (万张)



来源: wind、国家卫计委、中泰证券研究所

考虑到我们对于每个等级医院病床数量均取门槛值,那么截至 2019 年全行业的市场规模至少为 413 亿。据国家卫计委数据,2013 年至 2019 年我国三等医院从 1787 个增长至 2749 个,增长比较平稳, CAGR 为 7.44%; 2013 年至 2018 年 5 年间全国床位数由 457.86 万增长至 651.97 万张, CAGR 为 7.32%。我们保守预计 2019-2025 年全国病床数的 CAGR 为 5%,那么预计截至 2025 年一至三级医院的病床数将从 455 万张升至 580 万张;若物业服务对于医院业态的渗透率是 100%,行业规模将达到 563 亿。

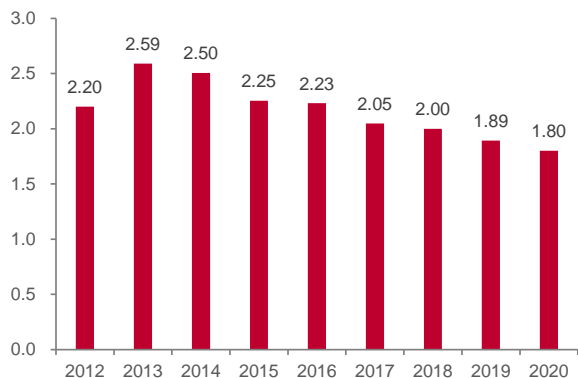
由中物研协发布的《2019 物业服务企业发展指数》指出:“目前一二线城市医院物业已基本全部外包,三四线城市 30%-40% 的医院物业并未完成外包”。我们假设至 2025 年行业的外包比例约为 80%,那么预计医院业态的市场规模有望达到 450 亿。

商业: 预计截至 2025 年行业市场规模约 575.28 亿元 (不含商业运营)

我国商用房供给从房地产开发口径看,在 2013 年达到了顶点,商用营运方的新开工规模达到 2.59 亿方,随后开始逐年下滑;另外从建筑业商用房竣工面积也可以看出这一趋势,行业在 2016 年到达竣工顶峰,约

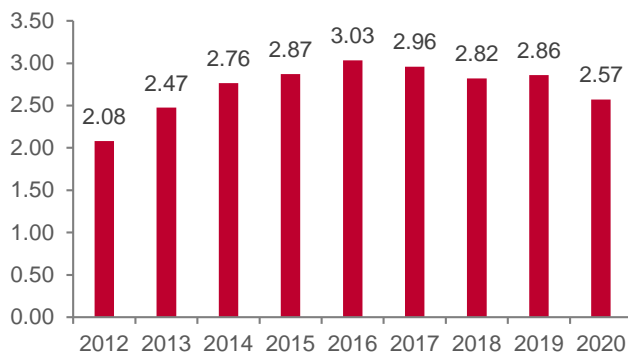
3.03 亿，随后开始进入 4 年的回落期，由于商业用房竣工一般为 2.5-3 年左右，2013 年的新开工高峰对应 2016 年的竣工高峰，数据上可以相互验证。

图表 52: 房地产开发口径商用房新开工面积情况 (亿方)



来源: Wind、国家统计局、中泰证券研究所

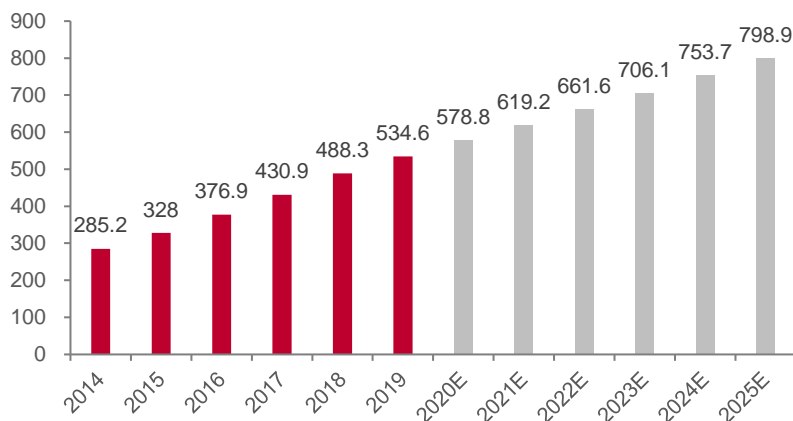
图表 53: 建筑业口径商用房竣工面积情况 (亿方)



来源: Wind、国家统计局、中泰证券研究所

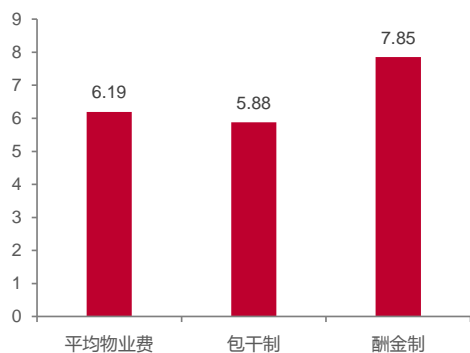
同时，商业用房从交付到使用再到产生租金收入与物业费也需要一定的时间，因此在报表层面，我们测算 2025 年商业物业管理的规模，可以从截至 2021-2022 年的商用房新开工情况进行估算。

图表 54: 中国购物中心在营及预测规模情况 (百万方)

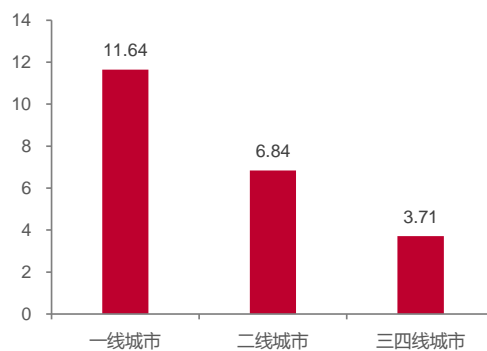


来源: 华润万象生活招股书、弗若斯特沙利文、中泰证券研究所

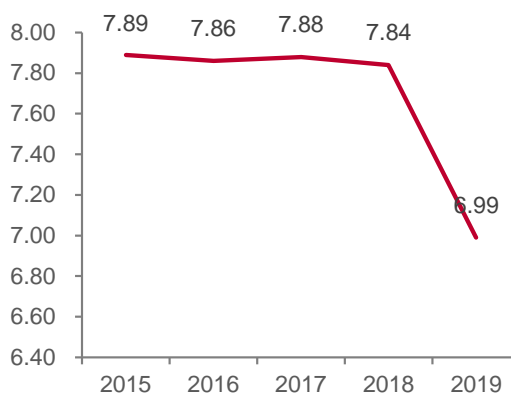
我们引用华润万象生活招股书中弗若斯特沙利文物业的数据与预测：“截至 2019 年购物中心的在管面积约 5.35 亿方，2019 年-2024 年的复合增长率为 7.1%”。从上文的商用房新开工面积可得 2013 年后整体呈下滑趋势，但在 2020 年依然有 1.8 亿方的新开工规模，因此我们保守假设 2025 年的增速相比 2024 年增长 6%，那么截至 2025 年预计购物中心在管规模约为 7.99 亿方。

图表 55: 2018 年 500 强商业物业收费情况 (元/平/月)


来源: 中国指数研究院、中泰证券研究所

图表 56: 2018 年 500 强商业物业分城市能级收费情况 (元/平/月)


来源: 中国指数研究院、中泰证券研究所

图表 57: 2015-2019 年百强物业商业业态收费情况 (元/平/月)


来源: 中国指数研究院、中泰证券研究所

2018 年 500 强商业物业的平均物业管理费是 6.19 元/平/月, 2015-2019 年百强物业的商业物业费基本在 6-8 元左右。我们谨慎估计按 6 元/平/月的标准, 作为 2025 年行业平均物业费, 行业在管面积按 7.99 亿方计算, 可得行业在 2025 年的总收入规模约 575.28 亿。(575.28 亿为商业物业管理费的规模, 不含商业运营收入)

公共场馆与交通枢纽：预计截至 2025 年行业市场规模约 614 亿元

常见的公共场馆如美术馆、图书馆、科技馆、体育馆、大型会展中心及机场、高铁、轨道交通等为代表，按照划分其实学校和医院也可划为公建设业态，考虑到其细分业态相对较成熟，我们拆开在前文单独计算。

由于公建种类繁多，且缺乏量化统计，我们不再一一做评估，抛开医院与学校我们之前讨论过的业态，把剩下的业态合并划分为公共场馆与轨道交通枢纽分析。

公共场馆方面，截至 2019 年底，全国共有博物馆 5535 个（国家文物局），各类型图书馆 3196 个（国家图书馆研究院，《2019 中国公共图书馆事业发展基础数据概览》），体育场地 354.44 万个、场地面积 29.17 亿平（国家体育总局体育经济司），其他业态的美术馆、会展中心等业态也有可观的数量，但从行业协会公布的数据看，2018 年 500 强物业公司公共场馆业态管理项目仅 1384 个，百强物业公司公共场馆管理项目 687 个，头部的市占率及渗透率都较低。原因是我们认为是在公建设业态没有高集中度的基因，比如住宅业态行业集中度大幅高于公共类因为房地产开发行业的高集中度带来的结果，而且在缺乏资本的助力下，行业内部的整合动力不大，本身较为分散的布局也导致规模效应不易形成，这就让行业处在一个高度分散的市场。

图表 58：2018 年 500 强与百强物业公司公共场馆业态管理情况

	500 强物业公司	百强物业公司
公共场馆业态总收入(亿元)	40	22.61
管理项目数(个)	1384	687
单项目年化收入(万元)	289.02	329.11

来源：中物研协、中泰证券研究所

虽然行业集中度比较低，但市场空间可能比想象中的大。中国物业管理协会发布的 500 强及百强物业公司的统计数据显示单公共场馆项目的年化收入分别为 289 万与 329 万元。我们从政府招标采购网上获取部分场馆类项目的中标情况可得年化收入根据项目大小及服务多少，定价差别会比较大。

图表 59：体育馆业态物业服务合同收入情况

项目名称	物业公司	合同金额(万元)	年限	年化合同金额(万元)
武汉大学卓尔体育馆物业管理服务项目	湖北中楚物业股份有限公司	163.20	1	163.20
吉林大学宋治平体育馆物业服务外包项目	长春吉大致远物业服务有限公司	1678.03	3	559.34
四平市体育馆物业服务	四平市吉平物业集团有限公司	42.00	1	42.00
复旦大学江湾校区新建体育馆物业管理服务	爱玛客服务产业(中国)有限公司	795.36	2	397.68
浙江大学体育馆物业管理服务	浙江浙大求是物业管理有限公司	893.07	3	297.69
北京大学医学部综合体育馆物业服务采购	爱玛客服务产业(中国)有限公司	139.23	1	139.23
中山大学珠海校区体育馆物业管理服务	珠海市丹田物业管理股份有限公司	180.09	1	180.09
南开大学津南校区体育馆物业服务项目	浙大新宇物业集团有限公司	181.82	1	181.82
灵武市体育中心灵武市体育馆物业管理服务项目	银川中房物业管理股份有限公司	148.00	1	148.00
平均年化合同金额				234.34

来源：财政部国库司、中国政府采购网、中泰证券研究所

图表 60: 博物馆业态物业服务合同收入情况

项目名称	物业公司	合同金额	年限	年化合同金额
自治区地质博物馆	银川中房物业集团股份有限公司	154.00	2	77.00
桂林博物馆物业管理服务项目	广西华保盛物业服务集团有限公司	914.58	3	304.86
苏州博物馆关于苏州博物馆物业管理服务项目	苏州新港物业服务有限公司	1489.97	3	496.66
北京自然博物馆物业服务采购项目	北京东光物业管理股份有限公司	1496.58	2	748.29
清华大学艺术博物馆物业管理服务项目	北京航腾物业管理有限责任公司	938.67	3	312.89
中国华侨历史博物馆物业服务	北京首华物业管理有限公司	1337.86	3	445.95
中国铁道博物馆詹天佑纪念馆物业管理采购项目	北京赛文斯塔物业管理有限公司	277.20	3	92.40
昆明市博物馆、昆明飞虎队纪念馆安全管理服务及物业管理服务	云南正基物业服务有限公司	187.96	1	187.96
东莞市鸦片战争博物馆物业管理服务采购项目	广州东康物业服务有限公司	2729.88	3	909.96
平均年化合同金额				397.33

来源: 财政部国库司、中国政府采购网、中泰证券研究所

图表 61: 图书馆业态物业服务合同收入情况

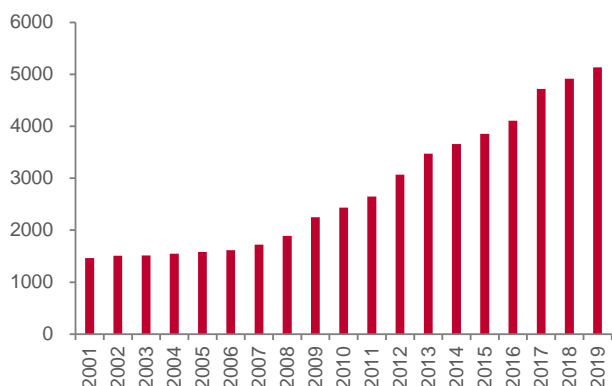
项目名称	物业公司	合同金额	年限	年化合同金额
南京理工大学图书馆物业服务	江苏银河物业管理有限公司	178.82	1	178.82
甘肃省图书馆物业服务政府采购项目	兰州兰石雅生活物业服务有限公司	342.96	1	342.96
李政道图书馆 2020 物业招标服务	上海紫泰物业管理有限公司	124.66	1	124.66
梅河口市图书馆采购物业管理服务	梅河口市鸿升物业有限公司	158.40	1	158.40
兰州理工大学彭家坪校区图书馆物业服务	苏州市东吴物业管理有限公司	235.99	1	235.99
莆田市图书馆物业服务	兴泰物业管理有限公司	110.04	1	110.04
武汉大学图书馆总馆物业管理服务项目	万吉物业管理有限公司	288.00	1	288.00
上海交通大学包玉刚图书馆物业管理服务项目	紫泰物业管理有限公司	215.23	1	215.23
四川大学图书馆物业服务采购项目	鑫美源实业有限责任公司	242.48	1	242.48
平均年化合同金额				210.73

来源: 财政部国库司、中国政府采购网、中泰证券研究所

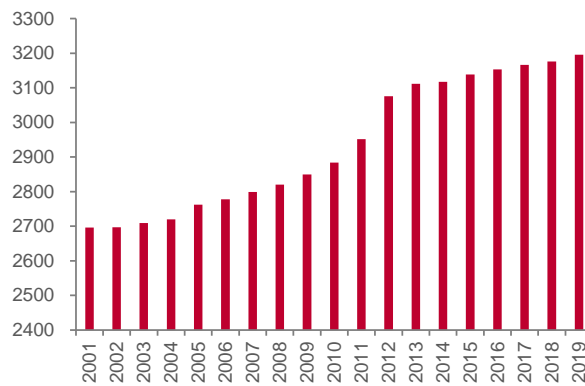
我们统计到的不同类别公共场馆的年化物业服务收入在几十万到大几百万之间, 平均的年化收入在 200-400 万之间, 其中博物馆较图书馆与体育馆高一些, 结合前文提到了百强物业公司项目平均的合同金额在 300 万左右, 正好落在我们抽样出的平均数上, 因此, 我们假设公共场馆类业态单个平均合同金额为 300 万左右。

截至 2019 底, 全国共有博物馆 5535 个 (国家文物局), 各类型图书馆 3196 个 (国家图书馆研究院), 体育馆并未有具体数据, 但规模看量可能是最大的, 我们发现体育馆的招采主体主要是地方政府与高校, 按全国每个城市 2 个体育馆, 每个高等院校 1 个体育馆保守估计, 那么城市口径下的体育馆为 1392 个, 高校体育馆 3005 个, 合计 4397 个。那么合计博物馆、图书馆、体育馆 13128 个按 300 万/年均价算, 截至 2019 年的年化服务合同金额达到 393.84 亿。

据国家文物局披露，“十三五”时期，我国备案博物馆的数量由 4692 家增长至 5788 家，增速为 23.36%，我们保守预计“十四五”时期博物馆数量增速降为 10%，那么备案博物馆有望在 2025 年达到 6366 个。

图表 62: 全国文化事业机构数:博物馆(个)


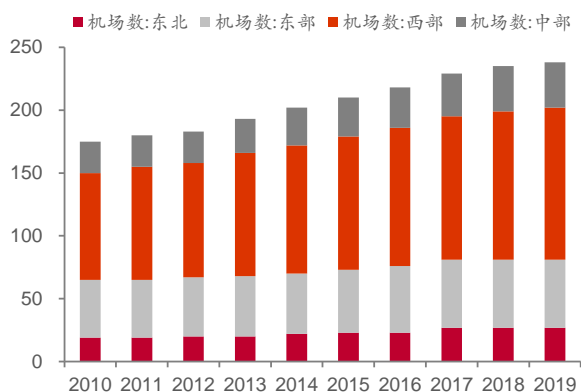
来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 63: 全国文化事业机构数:公共图书馆(个)


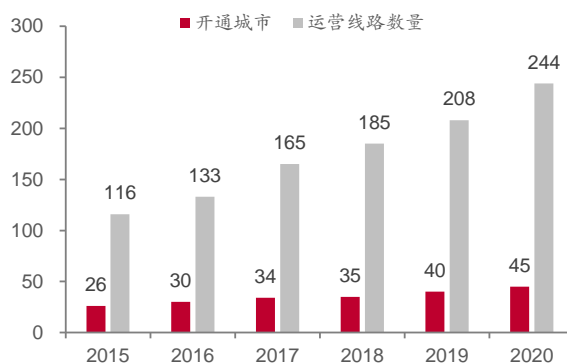
来源: 国家统计局、中泰证券研究所

全国图书馆数量截至 2019 年底 3196 个,2014-2019 年增速为 2.53%，图书馆增速较慢，因此我们假设 2025 年全国图书馆保有量，依然维持在 2019 年底的规模；体育馆数量也保守按 2019 年底预测，那么预计 2025 年博物馆、图书馆、体育馆总数量约 13959 个，单项目年化金额 2019-2025 年这 6 年间我们给予 6%的涨幅（一般合同期 2-3 年，3%左右涨幅），那么截至 2025 年公共场馆行业空间有望达到 443.90 亿。

交通枢纽方面，我们仅统计规模较大的机场与轨道交通项目，截至 2019 年底全国共建成机场 238 个；在运营轨道交通线路达到 208 条（2020 年为 244 条）。

图表 64: 国内近年来机场建设情况(个)


来源: 中国民用航空局、中泰证券研究所

图表 65: 轨道交通开通城市(个)与运营线路(条)


来源: 国家统计局、中国城市轨道交通协会、中泰证券研究所

机场服务费用方面，我们以新大正服务的重庆机场为例，我们从招股书获得其在 2018 年服务的重庆机场项目 3 个合同合计化合同金额约 4600 万，考虑到国内机场大多在扩建，且单个机场物业项目大多分包给众多物业公司，因此单项目年化金额大概率会大于单个公司的中标金额。因此，对于单个机场我们按 5000 万/座的服务价格来评估。

图表 66: 新大正基于重庆机场的物业服务合同情况

合同名称	业主 (甲方)	合同金额或规模	合同期限	年化合同金额(万元)
重庆江北国际机场停车场服务项目合同	重庆机场集团有限公司	合计 1,463.80 万元	2017.8.29-2019.8.28	731.90
重庆江北国际机场 T2 航站楼保洁及旅客手推车服务外包合同	重庆机场集团有限公司	合计 3,443.44 万元	2018.6.1-2020.5.31	1721.72
重庆江北国际机场 T3A 航站楼保洁一标段及旅客行李手推车服务采购合同	重庆机场集团有限公司	合计 4,293.37 万元	2017.7.20-2019.7.19	2146.69

来源: 新大正招股书、中泰证券研究所

图表 67: 新大正基于重庆轨道交通六号线的物业服务合同情况

合同名称	业主 (甲方)	合同金额或规模	合同期限	年化合同金额(万元)
重庆轨道交通六号线及国博支线车站内部保洁服务外委项目 3 标段委托合同	重庆市轨道交通有限公司	合计 504.22 万元	2018.3.21-2020.3.20	252.11
重庆轨道交通六号线及国博支线车站内部保洁服务外委项目 2 标段委托合同	重庆市轨道交通有限公司	合计 524.55 万元	2018.3.21-2020.3.20	262.28
重庆轨道交通六号线大竹林车场综合楼、会议中心和职工体育场物业管理项目委托合同	重庆市轨道交通有限公司	合计 1,062.53 万元	2018.12.1-2020.11.30	531.27

来源: 新大正招股书、中泰证券研究所

轨道交通费用方面,我们以新大正招股书上在 2018 年服务的重庆轨道交通六号线项目为例,2、3 标段加上综合楼等设施的年化服务合同金额在 1000 万左右;另外我们从安徽合肥公共资源交易中心获取到《合肥市轨道交通 4 号线正线物业服务(2021-2024)》项目的招标情况,1 个标段合同估算价 6045.91 万元,年化金额约 2000 万,那么我们粗略估计全国轨道交通单条的物业服务费年化金额约 1500 万左右。

我们保守预计到 2025 年全国建成机场 250 个,运营轨道交通线路 300 条,单项目服务金额保持当前水平,那么机场和轨道交通的物业服务市场空间分别将达到 125 亿和 45 亿,共计 170 亿。

城市服务：基础物业服务在 toG 端的延伸，远期市场空间破万亿

- 城市服务不是一个新术语，但对物业行业来说，并没有准确的定义。碧桂园服务首席市场官汪英武在 4 月 22 日以《链接生态，共同成长》为主题的碧桂园服务城市服务开发者大会上，提出了对于“城市服务”的定义：“城市服务是以政府采购、公私合营、混合改制为交易形式，以公共服务为载体、以城市空间运营、产业支持发展、社区民生服务为主要领域，通过数字化赋能、智慧化手段，实现规模化、一体化运营，面向城市属地政府、企业、居民提供综合服务的集合总称。”

图表 68：万科物业的城市空间服务业务介绍



来源：万科物业官网、中泰证券研究所

万科物业同样在城市服务领域有较深远的探索。在城市服务业务中，自身扮演一个“整合商”角色，承接整个城市公共空间的管理，把当地的城市环境卫生、城市公共绿地养护、市政基础设施养护、社区综合治理、公共资源经营管理等城市管理业务整合管理。

图表 69：万科物业在珠海横琴打造的“物业城市”模式



来源：万科物业官网、中泰证券研究所

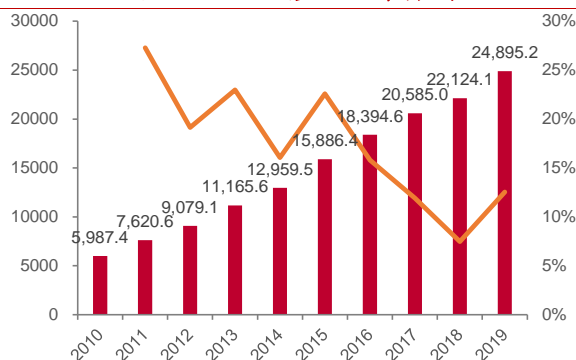
万科物业与横琴携手打造的国内首个“物业城市”治理模式，可以当做一个较为完整的城市服务案例。

我们可以从中国政府采购网了解珠海市横琴区采购服务的具体细节。我们从《珠海市横琴新区公共空间管理与服务综合采购项目》这个公示文件的相关说明中可了解到：“物业城市”模式属于国内首创，把横琴新

区的整个城市公共空间与公共资源整体作为一个“大物业”，“物业城市”属于涉及管理、服务、运营的综合项目，涉及市政园林、环境卫生、国土巡查、城管巡查、治安巡查、矛盾化解、突发状况处理、后勤服务、停车资源运营管理等众多行业。

从介绍的服务内容中我们可以发现，政府采购的不仅仅是单纯的环卫服务，还有绿化、秩序、管网维护、设施维护、空间资源利用等城市综合服务。政府通过地方财政采购，而这部分的财政支出，主要是城乡社区事务支出，当然部分也会涉及到节能环保支出，这部分我们暂且不考虑，仅考虑城乡社区事务支出。

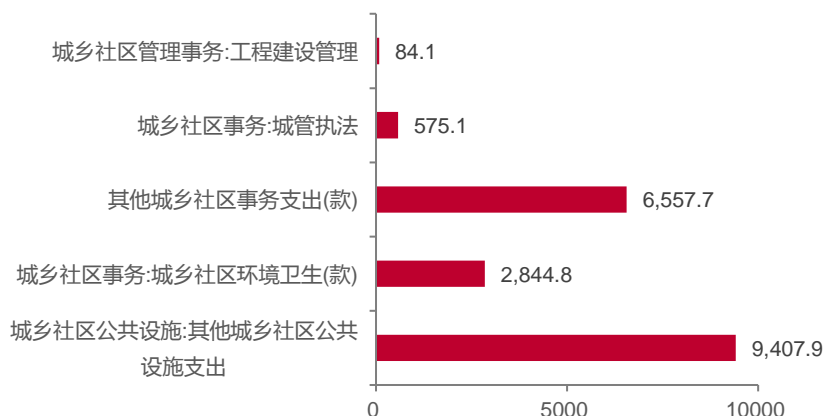
图表 70: 全国公共财政支出: 城乡社区事务情况 (亿元)



来源: Wind、财政部、中泰证券研究所

我国的城乡社区事务支出增长较快，2018-2019 年增速达到 12.53%，2010 年-2019 年的 CAGR 达到 17.16%。总支出为 2.49 万亿，但并不是所有的支出都用于城市服务。与城市服务相关的支出，主要集中在城乡社区公共设施支出、环境卫生、工程建设管理等。

图表 71: 2019 年全国城乡社区支出与城市服务相关部分 (亿元)



来源: Wind、财政部、中泰证券研究所

珠海横琴新区的“物业城市”模式是目前处于探索期的城市服务的典型案例，目前已作为样板被许多地方学习和采用，据物业城市战略研究中心统计，截至 2020 年 10 月全国已经有 37 座城市落地了横琴的“物业城市”模式。

我们从中国政府采购网获取到的横琴新区(岛内)2019年的市政管养项目的中标金额为2.71亿,横琴新区(一体化区域)市政管养为6794万,同时2020年新增的横琴新区(岛内)市政管养2692万,横琴新区(一体化区域)610万,这4项横琴新区市政管养采购服务合计3.73亿元。

图表 72: 2019 年珠海横琴新区(岛内)市政管养采购招标项目清单

序号	项目		数量	单位	管养单价上限(元)	总费用(万元)
1	市政道路保洁		3634259.94	㎡	16.83	6116.46
			634225.01	㎡	15.12	958.95
2	绿地保洁		415241.83	㎡	16.83	698.85
			8836.27	㎡	15.12	13.36
3	公交候车亭保洁		189	座	4180	79.00
4	公共洗车槽管养		10	座	237500	237.50
5	市政道路管养		4268484.95	㎡	3.42	1459.82
6	桥梁管养		12	座	52250	62.70
7	地下人行通道管养		19	座	31,350.00	59.57
8	地下车行通道管养		5	座	18,050.00	9.03
9	交通标识标线管养		1	项	3800000	380.00
10	主路灯	保修期内, 不含灯具	159	盏	256.5	4.08
	管养	保修期外, 含灯具	9246	盏	384.75	355.74
11	景观灯	保修期外, 含灯具	13758	盏	384.75	529.34
	管养					
12	波浪墙管养		1	项	285000	28.50
13	绿地管养		2033549.49	㎡	16.95	3446.87
			44181.34	㎡	11.83	52.27
14	时花种植管养		42659.64	㎡	96.91	413.41
15	天桥绿化管养		5954	m	131.16	78.09
16	立体绿化墙管养		8312.92	㎡	42.75	35.54
17	水闸管养		2	座	907250	181.45
18	红旗村水库管养		1	座	142500	14.25
19	牛角坑水库管养		1	座	475000	47.50
20	排洪渠渠道养护		7.59	km	59850	45.43
21	天沐河水域漂浮物打捞		10390	m	54.58	56.71
22	箱涵管养		51	座	47500	242.25
23	消防栓管养		1485	个	237.5	35.27
24	综合管廊管养		33.4	km	398203.59	1330.00
25	电力舱管养		10	km	102000	102.00
26	电缆沟管养		59.39	km	27457.53	163.07
27	高压管养		1	项	2850000	285.00
28	海堤水域漂浮物打捞		17920	m	36.57	65.53
29	海堤堤岸及人行道保洁		143360	㎡	15.12	216.76
30	隧道	长隆隧道	1	座	2850000	285.00
	管养	西环隧道	1	座	1900000	190.00
		马骊洲隧道	1	座	23750000	2375.00

		长湾隧道	1	座	1900000	190.00
31		立体机械停车场管养	1	座	1425000	142.50
32	自然村市政公用设施管养	红旗村市政公用设施管养	1	项	11388968.81	1138.90
		9条自然村道路保洁	457291.3	㎡	12.62	577.10
		9条自然村道路养护	457291.3	㎡	3.42	156.39
		9条自然村绿地养护	12718	㎡	16.95	21.56
		9条自然村绿地保洁	2543.6	㎡	12.62	3.21
		9条自然村行道树管养	1375	株	220.89	30.37
		9条自然村公共照明管养	735	盏	384.75	28.28
33		垃圾分类	1	项	9500000	950.00
		垃圾清运	17000	吨	199.98	339.97
35		环保垃圾屋	28	座	6945.93	19.45
合计			24299.29			
备注	不含节日景观造景费用，此项预算归到应急费用中。					

来源：中国政府采购网、中泰证券研究所

图表 73：珠海横琴新区公共空间管理与服务采购项目汇总表（2020-2022）

编号	采购人名称	采购项目内容	一期预算（万元）	二期预算（万元）	总预算（万元）
第一项	珠海市横琴新区管理委员会办公室	机关物业管理和安保服务	500	550	1050
第二项	珠海市横琴新区管理委员会综合执法局	村居物业管理	1720	1892	3612
第三项	珠海市横琴新区管理委员会综合执法局	大物业、大综合、大法治城市管理服务	288	316.8	604.8
第四项	珠海市横琴新区管理委员会综合执法局	横琴指挥中心统筹管理采购服务	127	139.7	266.7
第五项	珠海市横琴新区管理委员会综合执法局	辅助信访矛盾调解服务	205	225.5	430.5
第六项	珠海市横琴新区管理委员会综合执法局	口岸及建筑工地疏导点管理	188	206.8	394.8
第七项	珠海市横琴新区管理委员会规划国土局	城市管理及国有土地储备管理	200	220	420
	珠海市横琴新区管理委员会综合执法局		280	308	588
第八项	珠海市横琴新区管理委员会综合执法局	红旗村及9个自然村智慧停车管理与服务	949	1043.9	1992.9
合计			4457	4902.7	9359.7

来源：中国政府采购网、中泰证券研究所

除了城市的基础维护之外，公共空间管理与服务也是城市服务采购的一环，2020年横琴新区辖区内部分公共空间管理与服务的采购中标金额达到4457万。当然，还有些单个项目的管养及物业服务我们并未列出，这些项目也可以算做公建项目中。仅统计现有的城市管养（3.73亿）和空间服务（4457万）这两部分城市服务业务，可得单年的合同金额达到4.17亿。

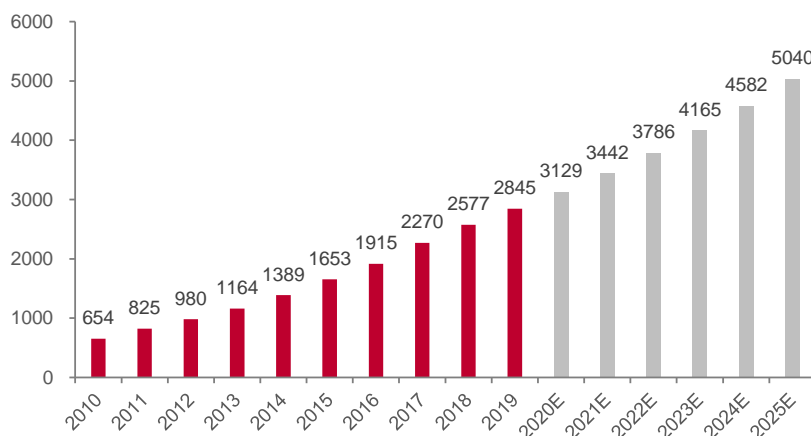
图表 74：2019年横琴新区（岛内）市政管养采购预算内容拆分

服务内容	预算总价（万元）
环卫	8663.69
管养	14326.18
垃圾清运	1309.41

来源：中国政府采购网、中泰证券研究所

据 2019 年横琴新区（岛内）市场管养采购预算报告，用于环卫的金额是 8664 万，占总预算的 35.65%；那么假设这一比例适用于整个横琴新区，那么 2019 年单年市政管养 3.73 亿合同中，用于环卫的费用为 1.33 亿，若再加上公共空间管理与服务这部分金额，整个横琴新区 2019 年城市服务合同金额约 4.17 亿，可得环卫的费用占比是 31.85%。

图表 75：全国公共财政支出：城乡社区卫生环境情况及预测(亿元)



来源：Wind、财政部、中泰证券研究所

2019 年全国城乡社区卫生支出 2845 亿，2014-2019 年的年复合增速为 12.69%，我们假设未来 6 年维持 10% 的复合增速，那么预计到 2025 年全国财政支出中用于城乡环境卫生支出将达到 5040 亿，按环卫占城市服务的比重 31.85% 推算，理论上截至 2025 城市综合服务总费用可达到 1.58 万亿。但目前城市服务市场化程度并不高，实际市场规模需要乘以一个渗透率或者说市场化率。

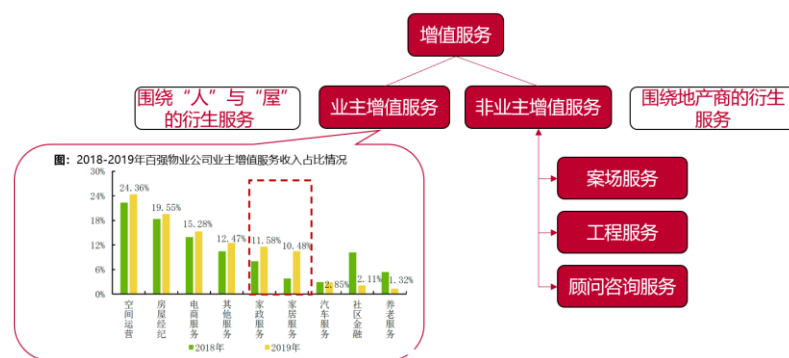
考虑到城市服务市场化推进速度难以预计，我们不去给出一个明确的时间节点与数字判断。横琴联手万科物业，在 2018 年 5 月 24 日启动的全国“物业城市”试点行动，据物业城市战略研究中心统计，截至 2020 年 10 月，全国已经有 37 座城市落地了横琴的“物业城市”模式。从数据与逻辑中得到一个推论：随着机构后勤市场化推进与物业服务的渗透，物业公司对于城市服务市场的渗透率是在持续提高的，远期空间有望突破万亿。

增值服务：业务边界持续延展，乐观情景下总市场规模近万亿

在物业行业，我们将基础物业之外的业务统称为增值服务。增值服务大体上可以分为两类，非业主增值服务与业主增值服务，区别是服务主体上的不同。

非业主增值服务主要围绕开发商展开，包括案场服务、工程服务、顾问咨询服务等业务，商业模式以服务开发商为主，因此可以理解为房地产行业产业链的一环，与房地产景气周期密切相关。

图表 76：增值服务的分类



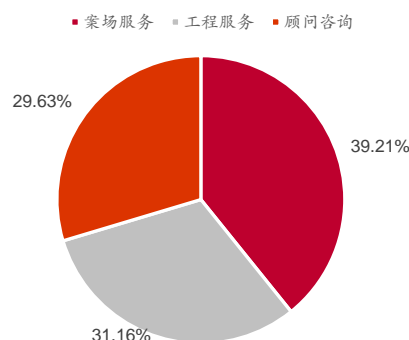
来源：中国指数研究院、中泰证券研究所

业主增值服务指围绕业主展开的一系列服务，涵盖范围很广，按消费频率细分可以划为低频和高频消费活动。低频消费如家装、房产经纪、车位代理等业务；高频消费如社区团购、家政服务、家居维修、快递代收、灯箱广告、充电桩服务等业务，随着物业公司持续探索，业务边界在不断延展。

非业主增值服务：预计占比将保持平稳，市场规模 1658 亿

非业主增值服务的主要三个业务：案场服务、工程服务、顾问咨询在行业内的收入占比大约是 4:3:3。据中指院发布的《2019 中国物业服务百强企业研究报告》，2018 年物业公司非业主增值服务收入中，这三者的占比分别为 39.21%、31.16%，29.63%。

图表 77：2018 年百强物业公司非业主增值服务业务收入占比情况

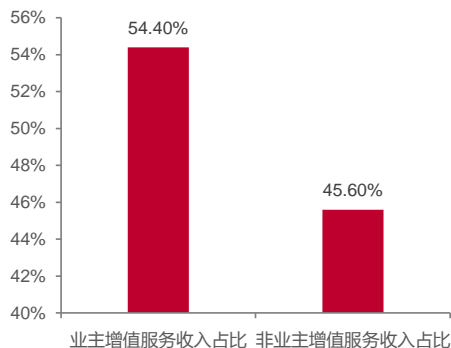


来源：中国指数研究院、中泰证券研究所

据中指院发布的《2019 中国物业服务百强企业研究报告》，2018 年百强

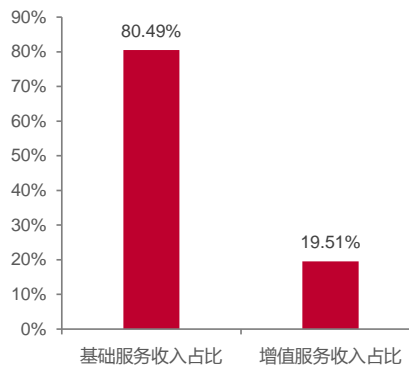
物业服务企业增值服务中非业主增值服务收入占比约 45.60%；而增值服务收入在物业公司收入中的占比约为 19.51%。若按此比例推算，非业主增值服务收入占物业公司总收入比例约为 8.90%。

图表 78: 2018 年百强物业增值服务收入结构占比



来源：中国指数研究院、中泰证券研究所

图表 79: 2018 年百强物业收入结构占比



来源：中国指数研究院、中泰证券研究所

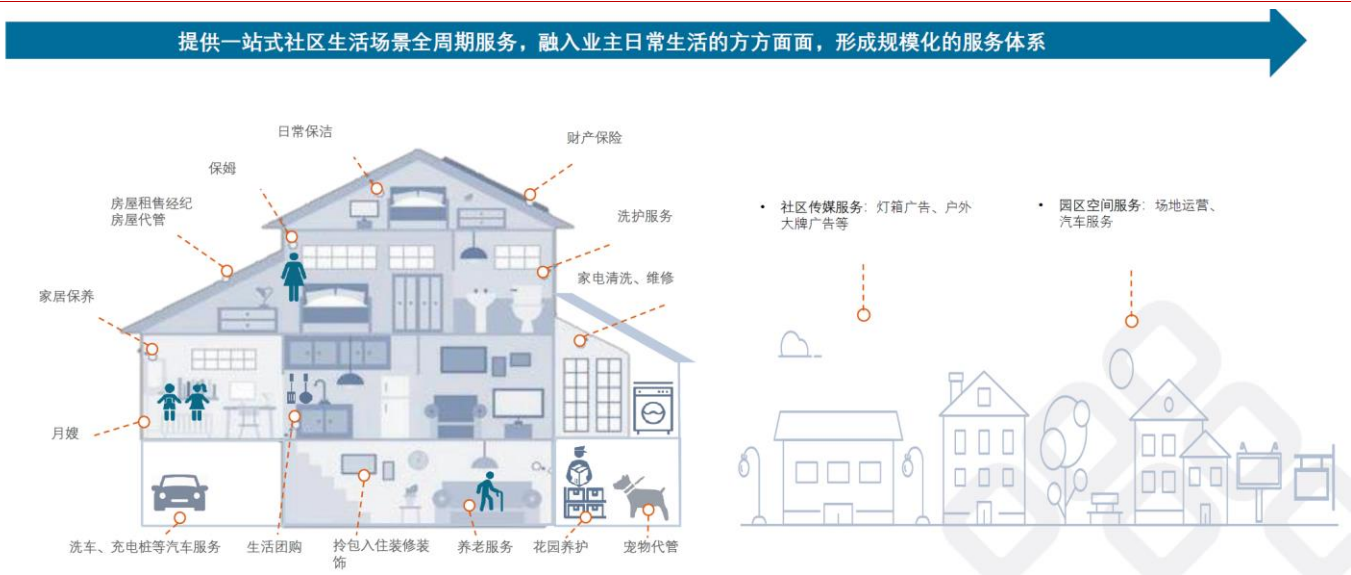
考虑到非业主增值服务主要围绕新房交付环节，其增速与房地产开发的销售紧密相关，而房地产开发近年来整体增速趋于平稳，因此我们认为非业主增值服务的收入在未来不会有持续的高速增长，大概率保持在物业服务行业总收入的占比。

引用我们第一部分的预测结论，假设行业基础物业服务收入在 2025 年达到 1.5 万亿，那么按基础物业服务 80.49% 占比测算得全行业收入规模约 1.86 万亿，非业主增值服务部分对应 8.90% 的占比，预计规模达到 1658 亿。

业主增值服务：想象空间大，基准假设市场空间约 5786 亿

业主增值服务涵盖的范围很广，广义上一切围绕房屋与业主展开的服务都可以算业主增值服务，在具体业务展开方面，住宅和非住宅业态对业主增值服务也有不同的需求。

图表 80：物业增值服务主要围绕“物”与“人”的需求展开



来源：碧桂园服务 2020 年业绩 PPT、中泰证券研究所

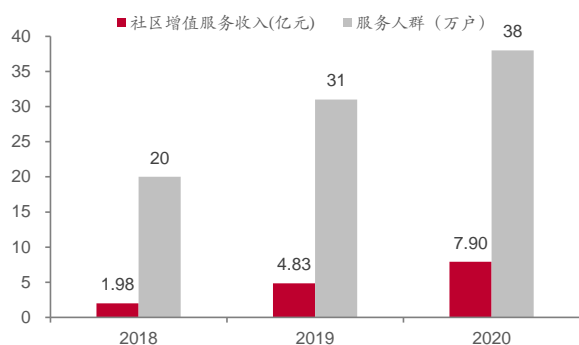
1 月 7 日，住建部等十部委的《住房和城乡建设部等部门关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》：“（十五）促进线上线下服务融合发展。鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸，探索“物业服务+生活服务”模式”。

图表 81：部分物业公司增值服务内容

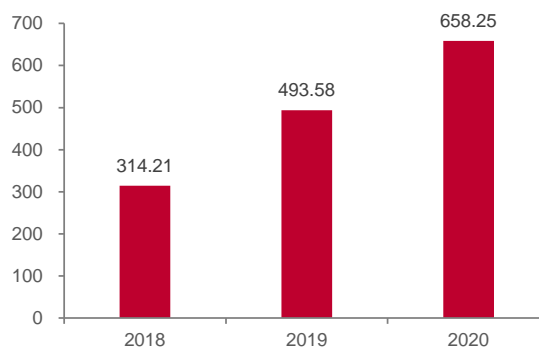
企业名称	增值服务内容
绿城服务	物业资产管理服务、园区产品和服务、园区空间服务、家居生活服务、文化教育服务等
雅生活服务	生活及综合服务（物业维修、家政服务、社区团购等）； 社区资源服务（物业租赁服务、社区广告、停车场管理服务）； 家装宅配服务（拎包入住服务等）
碧桂园服务	家居生活服务、房地产经纪服务、园区空间服务等
佳兆业美好	停车场、空间租赁等服务
永升服务	家居生活服务、公用区域增值服务、物业经纪服务等
中海物业	自有资产经营（房屋、车位经营等）； 客户资产经营服务（经纪服务、公共资源租赁协助服务等）； 生活及商业服务（房屋生态、家居家装、新零售、教育培训等）

来源：《2019 中国物业服务百强企业研究报告》、中泰证券研究所

《通知》中对于物业行业支持的细则列举，体现了业主增值服务的多样性，也反映出业主增值服务广阔的市场空间。从物业公司开展增值服务内容看，已基本涵盖了居民日常消费活动。

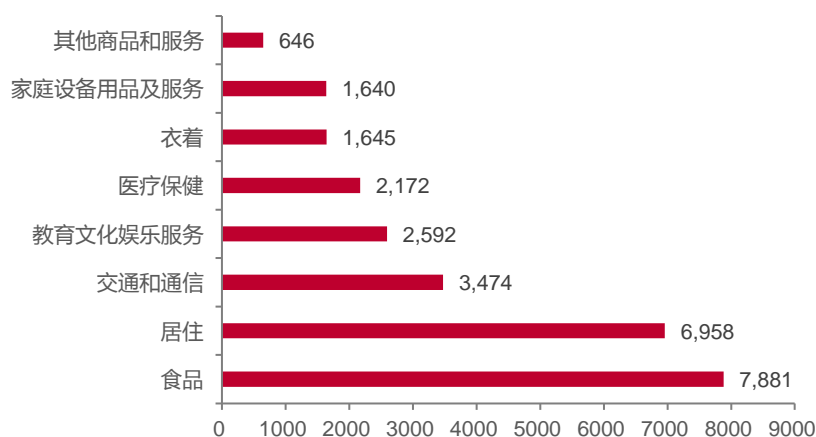
图表 82: 永升服务业主增值服务情况


来源: 公司公告、wind、中泰证券研究所

图表 83: 永升服务业主增值服务人均消费情况(元)


来源: 公司公告、wind、中泰证券研究所

永升生活服务的业主增值服务布局较早,截至 2020 年 12 月 30 日,公司向 38 万户家庭,120 万住户提供物业服务,据公司 2020 年年报,业主增值服务收入 7.90 亿,对应服务的 120 万业主,人均贡献收入约 658.25 元。另外,物业公司业主增值服务的渗透在高速增长,人均贡献也在高速增长,2018 年 20 万户家庭贡献 1.98 亿收入,到 2020 年 38 万家庭贡献 7.90 亿收入,人均贡献由 314 元提升至 658 元。

图表 84: 2020 年中国城镇居民人均消费性支出情况(元)


来源: Wind、国家统计局、中泰证券研究所

2020 年中国城镇居民人均的消费性支出达到 2.7 万元,永升生活服务 2020 年业主增值服务客单价为 658 元/年,占到当年全国城镇居民人均消费性支出的 2.44%。

业主增值服务市场空间展望。基准假设：由于 2010 年至 2020 年城镇居民人均消费性支出复合增速为 7.20%，我们假设 2020-2025 年城镇居民人均消费性支出复合增速为 6%；总人口、城镇化率及物业服务渗透率，以前文住宅物业空间规模测算的结果为准（图表 12），分别对应 2025 年 14.42 亿人口、65%的城镇化率和 70%的物业服务覆盖率。物业公司增值服务占城镇居民消费性支出的份额，我们用永升生活服务在 2020 年的业主增值服务客单价为 658 元/年，占当年全国城镇居民人均消费性支出的 2.44%为标准，假设到 2025 年全国物业公司覆盖的社区的业主增值服务能达到这一占比。

图表 85: 截至 2025 年物业行业增值服务市场空间测算(情景分析)

	保守情形	基准情形	乐观情形
城镇人均消费性支出 (万元)	34469.81	36142.80	37880.12
总人口 (亿)	14.42	14.42	14.42
城镇化率 (%)	64%	65%	66%
物业服务对于城镇居民的覆盖率	70%	70%	70%
物业增值服务占总消费比例 (%)	2.00%	2.44%	3.00%
增值服务市场空间 (亿)	4453.61	5786.13	7570.77

来源：国家统计局、wind、中泰证券研究所

在基准假设下，至 2025 年物业服务增值服务的市场空间约为 5786 亿；而在乐观假设下可达到约 7570 亿。

总结：三大细分业务赛道均有万亿市场潜力的成长期行业

这篇专题将物业行业当下的业务及未来可能拓展的业务进行了较为详细的梳理与估算，得出了物业行业的三个业态分支：基础物业服务、城市服务、增值服务，在未来的中长期范围内均是拥有万亿市场空间的行业的结论。同时，文中大部分情景均采用相对保守的假设，外加物业服务的业务边界依然在持续延展，行业内优秀的公司不断给予其新的定义，物业行业的潜在空间与价值或依然被市场低估。

截至 2020 年年报数据，碧桂园服务的营业收入是 156.10 亿元，万科物业的收入是 154.32 亿元，这两家目前国内体量最大的物业公司，其总收入加起来刚过 300 亿元，而我们可以看到物业行业的基础物业服务、城市服务、增值服务均有超过万亿市场空间的潜力，头部公司的成长空间依然广阔。

目前，行业的格局正逐渐明晰，优质的公司纷纷走了出来，在资本的催化与技术的加持下，有望在未来较长的一段时期内，保持相对优势，成长速度大幅高于行业。对于行业内的公司，建议关注：1) 头部公司：碧桂园服务、融创服务、绿城服务；2) 优质一线：金科服务、永升生活服务、世茂服务、新城悦服务；3) 细分领域龙头：公建业态包括招商积余、保利物业、新大正；商管业态包括华润万象生活、宝龙商业、星盛商业、合景悠活；商写业态包括卓越商企。

风险提示：

- 1、房地产行业竣工低于预期：当前销售面积与竣工面积剪刀差依然未填补，由于当前融资持续收紧，施工进度或低于预期，导致竣工低于预期，从而减缓行业在管面积增量的增速；
- 2、房地产市场销售低于预期：受持续调控影响，商品房销售受抑制，若进一步下行，或影响围绕开发商相关的非业主增值服务的业务拓展及收入。
- 3、物业费市场化进度低于预期：当前物业管理费有部分放开趋势，但从市场化程度来看，依然处在初级阶段，若长期受管控，叠加不断提升的成本，将对基础物业服务毛利率水平产生一定的抑制；
- 4、本报告结论基于公开的历史数据进行统计和测算，文中部分数据有一定滞后性，同时存在第三方数据提供不准确风险；测算均基于历史数据得到的统计结论且模型自身具有一定局限性并不能完全准确地刻画现实环境以及预测未来，因此其结果仅做分析参考。
- 5、物管业务行业渗透率提升不及预期：本报告较多预测给出了行业渗透率提升的判断，但存在物业全覆盖政策落地进度低于预期，最终导致行业面积增速低于预期的风险。
- 6、部分业态物业市场放开程度不及预期：部分业态的物业服务市场依然由政府、事业单位或企业自己的后勤部门占据主导地位，机关后勤服务社会化推进有不及预期的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。