

赴港上市，绿城服务的“卖相”如何？

2015 年 12 月 23 日

克而瑞研究中心

www.cricchina.com/research/

研究员/房玲蔡建林

近日，绿城服务（**绿城服务集团有限公司**）在港交所披露招股说明书，绿城服务将成为继彩生活、中海物业、中奥到家后第四家登陆港交所的物业管理公司。截止 2015 年 9 月，绿城服务签约管理的建筑面积有 7400 万平方米，覆盖 73 个城市，并另有已订立前期合同但未交付的 8000 万平方米建筑面积。作为后来者，免不了要接受比较，那么绿城服务的卖相如何呢？

1、股权架构：并非绿城中国分拆，系宋卫平最终控制企业

首先值得注意的是，即将上市的核心资产“绿城物业服务”（**绿城物业服务集团有限公司**）并非上市公司绿城中国上市资产中分拆出来的，其与绿城中国并没有直接的股权关系。

在绿城中国上市时，绿城物业服务并没有打包进上市公司，而是作为关联企业独立于上市公司之外运营。而绿城中国一直以关联交易的方式，委托绿城物业服务进行旗下物业的物业管理。根据绿城中国年报，以交付前物业管理服务为例，截至 2014 年底的三个年度，绿城中国应付绿城物业服务的费用上限分别为 1.3 亿元、1.8 亿元、2 亿元。

事实上，绿城系中服务于地产开发主业的不少公司均非上市公司体系内，比如 2015 年 9 月，绿城中国就收购杭州两关联公司拓展代建业务。

绿城物业服务的最终控制人为宋卫平及其一致行动人。经过历次股权变动后，于重组完成后、上市前，宋卫平、寿柏年、夏一波合计持有拟上市公司**绿城服务集团有限公司 51% 股权**，李海荣及公司管理层持有剩余的 49%。当然，上市后相应的股权会有所摊薄，但宋卫平及其一致行动人或将作为最终控制人。

2、盈利能力：整体利润水平较好，传统物管服务业务欠佳

绿城物业，主要提供三类服务，**一是传统意义上的物业管理**，以收取物业费为主；**二是物业咨询服务**，即在房地产开发项目的设计及开发阶段提供咨询服务(包括项目规划、设计管理、建筑管理和营销管理等)，以尽早参与到开发中的项目，并为签约物业管理打下基础；**三是园区增值服务**，通过一站式平台，凭借互联网、手机 APP、线下体验等途径等为园区的业主和住户提供产品及服务，并构建绿城联盟，为联盟伙伴设计社区 O2O 平台，协助建设智慧社区。

前者作为传统物业管理毛利水平较低，仅为 8.6%，而物业咨询服务和园区增值服务的利润空间则相对较高，分别为 35.9%和 46.7%，或将成为未来绿城服务改善盈利情况的重要支撑。

表：2012 年-2014 年绿城服务收入及毛利情况

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入(亿元)	毛利率	收入(亿元)	毛利率	收入(亿元)	毛利率
物业管理服务	9.01	6.1%	12.24	5.6%	16.24	8.6%
物业咨询服务	2.60	39.6%	3.30	36.4%	4.39	35.9%
园区增值服务	0.99	42.8%	1.17	45.8%	1.42	46.7%
合计	12.60	15.8%	16.72	14.5%	22.05	16.5%

资料来源：绿城服务招股书（草拟）、克而瑞研究中心

目前来看，2014 年底，绿城服务的物业管理服务业务的报表毛利仅为 8.6%（2015 年 9 月底略提升至 9.8%），主要原因在于绿城绝大部分在管物业都是按包干制收取的物业费，占比达到 97.8%（2014 年底）和 98.4%（2015 年 9 月底），分别占总物业服务费的 99.9%及 99.7%。相比之下，物业咨询服务和园区增值服务毛利空间更大，分别为 35.9%（2014 年底）与 46.7%（2014 年底）。

由于绿城服务基本采用包干制进行物业费收取，因此，我们可以认为 8.6%是绿城物业管理服务业务的实际毛利率，那么 8.6%的毛利空间在 4 家港交所上市的物业管理公司中，处于什么样的地位？

通过分析，我们可以发现，绿城服务虽然作为大家观念中的中高端物业服务企业，但是在传统物业管理服务上，其实际毛利空间低于中海物业的 11.8%，并趋近于彩生活。主要原因在于，在绿城服务所管理的这些物业中，绿城中国所开发的中高端项目仅为 1667 万方，占比 25.3%（2014 年底），其中更多来源于其他开发商的项目，比如收购的沈阳银基物业、上海新湖物业、浙江新湖物业等。这使得绿城服务的平均物业费并不算太高，仅为 31.56 元/平方米/年（2014 年底），而在物业服务上的投入却相对较高。

不过，站在公司整体层面来看，绿城服务利润水平略优于中海物业，整体利润率为 6.8%，高于中海物业的 6.1%。从单位面积的利润贡献上来看，绿城服务的单位面积贡献利润为 2.90 元/平方米/年，高于中海物业的 2.31 元/平方米/年。

表：2014 年 4 家物管公司盈利及成本情况对比（单位：人民币）

项目	指标	彩生活	中奥到家	中海物业	绿城服务
综合收益 (报表数据)	收益(亿元)	3.89	3.61	17.1	22.05
	销售及服务成本(亿元)	0.79	2.4	13.83	18.42
	毛利(亿元)	3.1	1.21	3.26	3.63
	净利润(亿元)	1.5	0.56	1.04	1.49
	毛利率	79.6%	33.4%	19.1%	16.5%
	净利率	38.6%	15.5%	6.1%	6.8%
	计费合约管理物业面积(万方)	13700	1260	4510	5146
	单位面积贡献毛利(元/平方米/年)	2.26	9.60	7.23	7.05
	单位面积贡献利润(元/平方米/年)	1.09	4.44	2.31	2.90
物业管理 服务(物业费收取业务)	报表收益(亿元)	2.36	2.93	16.08	16.24
	报表销售及服务成本(亿元)	0.46	2.03	13.2	14.84
	报表毛利(亿元)	1.9	0.9	2.88	1.4
	报表毛利率	80.4%	30.7%	17.9%	8.6%
	平均物业费(元/平方米/年)	9.05	21.59	48.07	31.56
	平均单位面积实际成本(元/平方米/年)	8.28	14.96	42.38	28.84
	平均单位面积实际毛利(元/平方米/年)	0.77	6.63	5.69	2.72
	实际毛利空间	8.5%	30.7%	11.8%	8.6%

资料来源：企业年报、招股书（草拟）、克而瑞研究中心

备注：（1）彩生活计费合约管理的物业面积数据未知，采用的是总建筑面积估算，实际计费物业面积预计将小于所采用面积；（2）实际成本、实际毛利及毛利率，通过估算总物业费（包干制物业费+酬金制物业费*10）等方式估算而出，详见此前已发表报告《各大房企分拆物管公司争相上市的背后——三大物管公司代表对比分析》。

3、智慧社区：O2O 平台运营较佳，智慧管理平台颇具亮点

2014 年 9 月，绿城服务开始推出智慧社区项目，主要包括以下：（1）**社区 O2O 平台**：与大部分社区 O2O 平台类似，提供在线物业服务（包括线上保修、缴费等）、生活服务（包括电商等）及其他在线增长服务（包括社交等）。（2）**智慧物管服务平台**：作为管理系统，辅助员工提供优质的物业管理服务及社区增值服务。（3）**智慧硬件管理平台**：通过互联网连接的物管设施、设备、装置等。

截止 2015 年 9 月底，**幸福绿城网站及 APP** 的注册用户已经超过 14.8 万，注册用户的活跃度达到了 61.1%，覆盖 38 个城市的 265 个社区的 11.8 万个家庭，注册家庭比例达到了 90.3%。就是说，社区 O2O 平台覆盖的小区中，有九成的家庭都注册了幸福绿城的账号。虽然没有其他社区 O2O 平台的数据进行对比，但我们初步判断这个数字还是比较优秀的，为社区 O2O 的成功运营打下了坚实的基础。

从收入上来看，绿城服务的园区增值服务较高，达到了 1.56 亿元（2015 年 9 月底），然而其中的收入并不完全来源所谓的社区 O2O 平台，或将有一大部分为智慧物管服务平台和智慧硬件管理平台两项业务所涉及的**软件和硬件费用**。与大部分社区 O2O 平台面临的问题相同，**靠用户购物、消费获取的收入微乎其微**。

从幸福绿城 APP 的产品设计上来看，界面相对美观，功能设计得也像模像样。包含了智慧管家（访客通行、报修、投诉表扬等）、业主自治（公告、议事堂等）、邻里社交（活动、二手物品等）、园区商圈（生鲜、家政、送水等周边服务）、园区健康（挂号、慢病管理、健康档案等）、园区金融（绿城财富）及园区学院（在线问答）七大模块。初步分析，园区健康模块颇具特色，对接的是第三方服务平台，功能服务设计得较为到位，可以在线挂号，查看健康档案等。而园区金融的销售情况却不容乐观，与彩生活的在线理财业务相差较远。相信在专业团队的开发迭代之下，或有向好的趋势。

总体而言，绿城服务扩张较快，但传统物管服务业务盈利能力亮点不足，可试图根据不同社区制定不同服务标准，并着力提高成本控制水平。未来绿城服务还将继续采用收购的方式进行物业管理面积的扩张，不过值得注意的是，随着市场对物业管理的关注提升，物管公司收购已经越来越难，成本越来越高。而在智慧社区的拓展上，一是社区 O2O 平台的服务有待优化，对于除在线物业管理服务外的其他服务（生活服务等），可与第三方合作以提高用户体验、降低成本。二是加快智慧物管服务平台和智慧硬件管理平台的拓展，进行管理体系的输出，并进行 O2O 平台的覆盖。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。

关于克而瑞信息集团（CRIC）

克而瑞信息集团，隶属于易居（中国）控股有限公司。作为中国最大的房地产信息综合服务商，以现代信息技术为依托的房地产信息及咨询服务为主营业务。克而瑞信息集团拥有中国房地产最大的信息数据库，构筑中国房地产上下游企业（包括开发商、供应商、服务商、投资商）和从业者信息的桥梁，形成资金、信息通路、营销、人才等各类资源的整合平台，为企业提供房地产信息系统、信息集成和解决方案的全面信息综合服务。

关于克而瑞研究中心

克而瑞研究中心是易居旗下克而瑞信息集团的专业研发部门，组建十年以来一直致力于对房地产行业及企业课题的深入探索。迄今为止，已经连续五年发布中国房地产企业销售 TOP50 排行榜，引发业界热烈反响。研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域；还包括宏观、市场、土地、企业战略、企业金融、营销等六大研发方向的深度拓展。每月成果出品超过百份，规模已万字计，为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。