

海外社会服务行业动态点评

雅生活服务 (03319.HK) 登陆港股, 募集资金39.19亿港元

2018年02月13日

【事项】

- ◆ 2018年2月9日, 雅生活服务 (03319.HK) 登陆香港市场, 开盘价9.00港元, 较发行价12.30港元下跌26.83%, 收盘价9.46港元, 较发行价下跌23.09%。
- ◆ 此次雅生活服务 IPO 合计发行3.33亿股 (假使无超额配售), 募集资金39.19亿港元。IPO 资金65%将用于战略投资及收购, 10%用于开发一站式服务平台, 15%用于发展集团“管理数字化、服务专业化、流程标准化及操作机械化”, 10%用于运用资金及一般公司用途。

东方财富证券
Eastmoney Securities
挖掘价值 投资成长

中性 (维持)

东方财富证券研究所

证券分析师: 闵立政

证书编号: S1160516020001

联系人: 高思雅

电话: 021-23586487

相关研究

《高等教育行业分析: 本科阶段优化存量, 高职阶段做优增量》

2018.02.12

《2017年旅游收入5.4万亿, YOY+15.1%》

2018.02.12

《睿见教育、新高教集团、高教控股、中海物业3月或将进入深港通》

2018.02.07

《本周新一批港股通标的公布, 关注教育板块》

2018.02.05

《新东方、好未来K12业务再提速》

2018.01.29

货商及服务供货商提供促销活动以扩大服务及产品来源

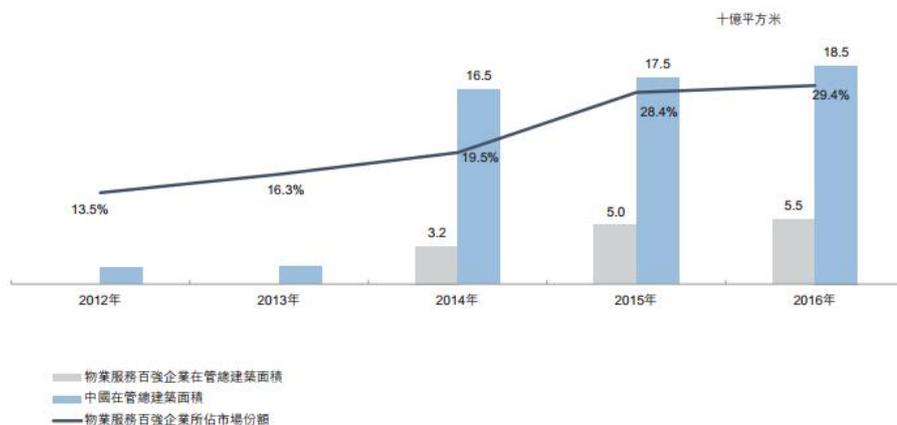
15%	用于发展集团“管理数字化、服务专业化、流程标准化及操作机械化”
10%	用作营运资金及一般公司用途。

集团预期 2018 年的营运资金需求将不断增长，原因是 (i) 业务与运营的内涵式增长；及 (ii) 由于持续丰富在管物业组合（比如医院，与管理该等物业相关的应收款项周转日数通常更长）使得在管政府项目的建筑面积增加

资料来源：公司招股书、东方财富证券研究所

物业管理行业在中国可追溯至 20 世纪 80 年代，经过几十年发展，市场集中度不断提升。该市场分散且竞争充分，但存在规模经济，大型机构近年亦不断通过内生增长及外延并购延展版图。

图表 3：物业服务行业集中度不断提升



注：2012 年及 2013 年中国在管建筑面积数不可用

资料来源：中国指数研究院、东方财富证券研究所

物业管理服务行业的公司多依托于地产公司而生，如万科物业、绿城物业、碧桂园物业，后随着运营能力的提升而扩展至非其地产品牌的项目。纵使目前行业集中度较低，但行业龙头之间项目数量及在管面积亦有较大差距（如下图）。

图表 4：物业百强排名及在管面积

排名	企业	规模 (官网)
1	万科物业	在管资产超过 60000 亿远，69 个大中城市，2356 个服务项目，596 份商写项目合同，1787 份住宅合同项目
2	绿城物业	23 个省，99 个城市，1300+接管、咨询及代管合同，2 亿+平方米总合同面积
3	碧桂园物业	28+城市，700+项目，2 亿+平方米合同面积，300 万住户
4	长城物业	31 个省 80+城市，750+项目，1.7 亿+平方米物业面积
5	保利物业	60+城市，400+在管项目，9200 万+平方米在管物业面积
6	中海物业	57 个城市，签约物业 546 个，1 亿+服务面积
13	雅居乐物业	65 城市，7600 万+平方米在管面积

资料来源：中国指数研究院发布的《中国物业服务百强名单》、东方财富证券研究所，网络资料

雅生活服务提供物业管理服务、非业主增值服务及业主增值服务，其中物

业管理服务占比最大，可达到75%以上，非业主增值服务在17%到18%之前，其余为非业主服务，具体如下：

图表 5：集团所提供的具体物业服务

业务	具体项目	收入 (千元)		
		FY16	FY17Q1-Q3	YOY
物业管理服务	向物业开发商、业主及住户提供多元化的物业管理服务，主要包括保安、清洁、绿化及园艺、维修和保养服务。 在管物业组合包括：(i)住宅物业（包括旅游地产），专注中高端住宅物业；及(ii)非住宅物业，包括商用物业（包括购物广场）、写字楼（包括高层楼宇）、多用途综合体及酒店。	977863	898182	32.99%
非业主增值服务	为非业主（主要为物业开发商）提供全方位的物业相关业务解决方案。主要包括协销服务，即协助物业开发商展示及推广其物业，包括展示单位清洁、保安与维护、访客管理以及物业开发项目的前期规划及设计咨询服务。 亦向非业主提供广告、物业代理及房屋检验服务。	212247	206028	37.35%
业主增值服务	该等服务分为两类：(i)生活服务：家政、家电维修及保养、拎包入住、食品及其他日常用品销售、智能家居系统、资产托管、旅游、团购及票务服务；及(ii)资产管理服务：以实现客户物业的保值增值为核心，包括停车位销售以及住宅物业租赁服务。	54625	64648	39.23%

资料来源：公司招股书、东方财富证券研究所

雅生活服务自2017年6月收购绿地物业，考虑到并表因素，绿地物业对集团收入贡献比例仅在高单位数。第三方物业贡献接近20%。

图表 6：雅生活服务业务来源

	截至12月31日或截至12月31日止年度									截至9月30日或截至9月30日止九个月					
	2014年			2015年			2016年			2016年			2017年		
	建筑面积 (平方米)	收入 (人民币元)	%	建筑面积 (平方米)	收入 (人民币元)	%	建筑面积 (平方米)	收入 (人民币元)	%	建筑面积 (平方米)	收入 (人民币元)	%	建筑面积 (平方米)	收入 (人民币元)	%
	(以千计，百分比除外)														
雅居乐集团.....	24,427	595,030	100.0	29,527	690,334	99.9	34,280	798,862	81.7	33,783	553,044	81.9	41,411	719,673	80.1
绿地控股.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,893	17,250	1.9
第三方物業開發商 ¹⁾ ...	—	—	—	5,520	395	0.1	15,775	179,001	18.3	11,582	122,337	18.1	32,880	161,269	18.0
合計.....	24,427	595,030	100.0	35,047	690,729	100.0	50,055	977,863	100.0	45,365	675,381	100.0	76,184	898,192	100.0

资料来源：公司招股书、东方财富证券研究所

目前集团业务主要分布在华南地区，其中广州地区占比40%以上，中山地区超过20%，海南及云南16%以上，其他地区不足20%，地域分布相对集中。此外，集团在管面积逐年提升，截至FY16达到5005万平方米，YOY+42.82%，截至FY17Q3达到7618万平方米，较16年末有52.20%的增长，由内生和外延共同贡献。

图表 7: 雅生活服务业务的地区分布

	截至12月31日或截至12月31日止年度									截至9月30日或截至9月30日止九個月					
	2014年			2015年			2016年			2016年			2017年		
	建築面積 (平方米)	收入 (人民幣元)	收入 %	建築面積 (平方米)	收入 (人民幣元)	收入 %	建築面積 (平方米)	收入 (人民幣元)	收入 %	建築面積 (平方米)	收入 (人民幣元)	收入 %	建築面積 (平方米)	收入 (人民幣元)	收入 %
	(以千計·百分比除外)														
廣州地區 ⁽¹⁾	10,436	287,032	34.7	13,278	303,857	32.5	17,370	500,362	40.2	17,358	360,527	41.4	20,221	474,692	40.6
中山 ⁽²⁾	8,437	286,804	34.7	13,994	302,183	32.3	16,486	324,453	26.1	13,927	234,966	27.0	16,259	273,497	23.4
海南及雲南地區 ⁽³⁾	2,261	129,509	15.7	3,274	187,716	20.1	4,832	199,851	16.0	4,501	134,926	15.5	5,046	187,859	16.1
其他地區 ⁽⁴⁾	3,293	122,754	14.9	4,501	140,666	15.1	11,366	220,069	17.7	9,580	141,391	16.1	34,658	232,820	19.9
合計	24,427	826,099	100.0	35,047	934,412	100.0	50,055	1,244,735	100.0	45,365	871,810	100.0	76,184	1,168,868	100.0

资料来源: 公司招股书、东方财富证券研究所

雅生活服务 FY16 收入为 12.45 亿元, YOY+33.21%, FY17Q1-Q3 收入 11.69 亿元, YOY+34.06%, 收入增长主要在管面积的增加; FY16 毛利为 3.12 亿元, YOY+109.42%, FY17Q1-Q3 毛利 3.83 亿元, YOY+78%, 毛利及毛利率提升获益于成本控制及平均物业管理费的小幅增加; FY16 经营利润 2.17 亿元, YOY+147.24%, FY17Q1-Q3 经营利润 2.66 亿元, YOY+64.46%, 经营利润及经营利润率提升主要得益于毛利率改善及其他收入(主要是理财产品); FY16 归属母公司净利润 1.61 亿元, YOY+147.31%, FY17Q1-FY17Q3 归属母公司净利润 2.01 亿元, YOY+57.47%, 利润增长亦主要由于集团的成本管控。

图表 8: 雅生活服务利润表

	截至12月31日止年度			截至9月30日止九個月	
	2014年 人民幣千元	2015年 人民幣千元	2016年 人民幣千元	2016年 人民幣千元 (未經審計)	2017年 人民幣千元
收入	826,099	934,412	1,244,735	871,810	1,168,868
銷售成本	(727,279)	(785,597)	(933,088)	(656,547)	(785,699)
毛利	98,820	148,815	311,647	215,263	383,169
銷售及營銷開支	(6,830)	(8,810)	(19,057)	(10,318)	(21,664)
行政開支	(31,694)	(51,681)	(78,692)	(46,004)	(103,152)
其他收入	3,276	2,088	4,802	3,303	8,167
其他開支	(471)	(2,258)	(1,331)	(455)	(477)
其他(虧損)/收益	(260)	(327)	(219)	(17)	12
經營利潤	62,841	87,827	217,150	161,772	266,055
融資收入—淨額	1,010	11,581	14,606	11,601	4,279
未計所得稅前利潤	63,851	99,408	231,756	173,373	270,334
所得稅開支	(17,188)	(27,377)	(62,710)	(45,750)	(69,368)
年內/期內利潤	46,663	72,031	169,046	127,623	200,966
下列各方應佔利潤:					
—本公司擁有人	41,604	64,966	160,670	121,891	190,119
—非控股權益	5,059	7,065	8,376	5,732	10,847
	46,663	72,031	169,046	127,623	200,966

资料来源: 公司招股书、东方财富证券研究所

【风险提示】

无扩张或合适收购标的、收购的绿地物业表现不佳出现减值、现有物业管理合同无法续约、咨询业务出现大幅度波动

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。