

南都物业 (603506.SH)

广阔天地，大有可为

领先的第三方物业管理企业，布局全国市场。公司较早开展市场化运营，2006年成为独立的第三方物业企业，截至2020年第一季度，公司累计总签约项目499个，累计总签约面积6,074.11万平方米。2020年，公司被评为物业服务百强第15名。公司实控人韩芳深耕物业行业20年，设立扁平高效的组织架构，成立子公司形成多元化格局。公司逐步布局浙江省外市场，收入占比由2016年14.5%提升至2019年38.1%。公司营业收入2016-2019CAGR为29.13%，归母净利润2016-2019CAGR为21.86%。

万亿市场空间，追求美好生活刚起步。我国城镇化率60.60%，距离发达国家80%的平均水平还有很大差距，城镇化将带来房屋竣工面积的不断增加，为物业行业发展开拓广阔空间。硬件条件已具备，美好生活还需“软件”加持，即专业的物业管理服务。根据中国指数研究院数据，预计到2020年，全国物业管理面积达到235亿平方米，全国基础物业管理市场规模约为1.2万亿元。物管行业的雪道又厚又长，具有非常好的发展前景。

住宅非住宅平衡发展，具有独特的竞争优势。公司住宅非住宅收入各占一半，具有很强的品牌号召力。1)公司以“南都物业”、“南都管家”品牌服务不同类型客户，在住宅、写字楼、商业、产业园区、机构类物业、文旅类物业等均有代表性项目，大力开拓毛利率较高的非住宅项目，与银泰置地、绿地集团、阿里巴巴等著名企业合作，有利于竞标新的物业项目。2)公司不断外延并购，先后收购了采林物业、金枫物业，快速做大市场规模；和国企强强合作，向外输出优秀的管理能力，与之江城投成立南郡商业，推进旧城改造等城市空间管理服务，与建信住房成立建信大悦，专注公租房物业服务，与政府背景公司合作有利于公司项目迅速外拓。

多元化增值服务提升盈利能力，智慧服务平台构建生态圈。公司积极开拓毛利率较高的增值服务，2019年公司增值服务营收9,340万元，占主营业务收入比例提升至7.6%，同比增长36.12%。公司逐步将传统物业服务中心升级为邻里中心，继续优化智慧服务平台，为业主提供更加便捷、多元的综合性服务。

投资建议：我们预测公司2020-2022年归母净利润为1.36/1.68/1.98亿元，EPS为1.02/1.25/1.47元。公司具有品牌力，大力拓展非住宅物业项目、增值服务项目，外延并购扩大规模，与可比公司相比，公司估值偏低，具有较高成长性，给予公司2020年目标价35.70元，对应35倍估值，调高至“买入”评级。

风险提示：劳务成本上涨风险、未能全部收回物业费风险、市场竞争加剧风险、房地产调控风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,059	1,244	1,401	1,607	1,838
增长率 yoy (%)	29.2	17.6	12.6	14.7	14.3
归母净利润(百万元)	92	114	136	168	198
增长率 yoy (%)	22.7	24.1	19.6	23.4	17.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.68	0.85	1.02	1.25	1.47
净资产收益率(%)	14.8	16.4	17.1	18.2	18.2
P/E(倍)	39.0	31.4	26.3	21.3	18.1
P/B(倍)	5.6	5.0	4.3	3.8	3.2

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(调高)

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	增持
最新收盘价	26.70
总市值(百万元)	3,581.19
总股本(百万股)	134.13
其中自由流通股(%)	25.00
30日日均成交量(百万股)	1.64

股价走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号：S0680518010004

邮箱：zhangjun1@gszq.com

分析师 郑树明

执业证书编号：S0680520040003

邮箱：zhengshuming@gszq.com

相关研究

- 《南都物业(603506.SH)：业绩符合预期，深耕区域发展》2020-04-30
- 《南都物业(603506.SH)：业绩符合预期，进军剧院物业扩展全新品类》2019-10-29
- 《南都物业(603506.SH)：业绩符合预期，全国业务版图持续布局》2019-04-27



内容目录

一、领先的第三方物业管理企业，布局全国市场.....	6
1.1 领先的第三方物业管理企业.....	6
1.2 实际控制人深耕物管行业，多元化发展格局形成.....	8
1.3 营业收入、净利润保持增长，毛利率回升.....	10
二、万亿市场空间，追求美好生活刚起步.....	11
2.1 物业管理行业具有轻资产、现金流稳定的特征.....	11
2.2 城镇化推动物业管理面积持续增长，市场规模可达万亿.....	14
2.3 行业处成长阶段，市场集中度提升.....	16
2.4 海外物业企业：高度分工、综合性服务.....	18
2.5 增值服务形式更加多元，比重持续增加.....	19
三、住宅非住宅平衡发展，具有独特的竞争优势.....	21
3.1 优质品牌、名企项目经验助力新物业项目获取.....	21
3.2 大力开拓非住宅项目.....	23
3.3 外延并购扩大规模.....	24
四、多元化增值服务提升盈利能力，智慧服务平台构建生态圈.....	27
4.1 拓展增值服务提升盈利能力.....	27
4.2 构建体验式服务场景，打造智慧服务平台.....	28
五、盈利预测与估值分析.....	30
5.1 分业务盈利预测.....	30
5.2 估值分析.....	31
风险提示.....	32

图表目录

图表 1: 南都物业发展里程碑.....	6
图表 2: 公司 2019 年以来获得的荣誉.....	6
图表 3: 南都物业的主营业务.....	7
图表 4: 主营业务分板块收入 (万元).....	7
图表 5: 主营业务分板块收入占比.....	7
图表 6: 物业管理服务细分收入占比.....	7
图表 7: 在管项目中，住宅与非住宅业态收入占比.....	7
图表 8: 杭州地区外营收占比逐年提高.....	8
图表 9: 服务版图遍布 17 个省/直辖市.....	8
图表 10: 实际控制人控制关系图.....	8
图表 11: 组织架构提升.....	9
图表 12: 南都物业控股子公司一览.....	9
图表 13: 专业子公司介绍.....	10
图表 14: 2016-2020Q1 营业收入及增速.....	10
图表 15: 2016-2020Q1 归母净利润及增速.....	10
图表 16: 2016-2020Q1 毛利率与净利润率.....	11
图表 17: 2016-2020Q1 期间费用率.....	11
图表 18: 2016-2020Q1 预收账款情况.....	11
图表 19: 2016-2020Q1 资产负债率情况.....	11

图表 20: 物业管理业务分类	12
图表 21: 2019 年百强物业企业营业成本构成情况	12
图表 22: 百强企业增加外包比例, 降低成本	13
图表 23: 2019 年主要物业上市公司经营情况	13
图表 24: 百强物业服务企业物业费收缴率、项目续约率	14
图表 25: 重点企业服务满意度	14
图表 26: 中国城镇化率不断提高	14
图表 27: 2018 年发达国家城镇化率高于中国	14
图表 28: 中国物业管理面积不断提升 (亿平方米)	15
图表 29: 中国房屋竣工面积情况 (亿平方米)	15
图表 30: 我国基础物业管理市场规模 (亿元)	15
图表 31: 2019 年百强企业各业态物业费收费标准 (元/平方米/月)	16
图表 32: 住宅、商业营业用房、办公楼竣工面积增速	16
图表 33: 三方合作构建多赢生态圈	16
图表 34: 2019 年百强企业在管二手房售价、租金与周边均价比较 (元)	16
图表 35: 物业企业数量 (万)	17
图表 36: 物业百强企业管理面积均值及市场份额	17
图表 37: 2019 年百强企业不同层级管理面积和储备面积情况	17
图表 38: 2016-2018 年百强企业大体量项目逐渐增多	18
图表 39: 2019 年部分物业企业并购事件	18
图表 40: 美国两大物业服务企业	19
图表 41: 物业五大行情	19
图表 42: 物业服务企业增值服务切入方向	20
图表 43: 2018 年 (内环) 和 2019 年 (外环) 百强企业多种经营收入构成情况	20
图表 44: 百强企业基础物业收入及净利润占比逐年降低	21
图表 45: 百强企业多种经营收入及净利润占比逐年提高	21
图表 46: 南都管家与南都物业品牌区分	21
图表 47: 南都物业合作伙伴代表	22
图表 48: 公司多项物业管理项目获得全国性大奖	22
图表 49: 公司累计签约面积及项目个数	22
图表 50: 2019 年百强企业非住宅业态物业费收缴率高于住宅物业	23
图表 51: 南都物业-写字楼管理项目	23
图表 52: 南都物业-商业管理项目	23
图表 53: 南都物业-产业园区管理项目	24
图表 54: 南都物业-机构类及文旅类管理项目	24
图表 55: 群岛品牌矩阵	24
图表 56: 2017H1 采林物业项目数量、签约面积、单价情况	25
图表 57: 2017-2019 年采林物业财务指标 (万元)	25
图表 58: 2018-2020 年金枫物业财务指标 (万元)	25
图表 59: 南郡商业股权结构	26
图表 60: 建信大悦股权结构	26
图表 61: 增值服务类别	27
图表 62: 南都物业增值服务收入比重不断提升	27
图表 63: 增值服务毛利率远超过公司毛利率	27
图表 64: 南都物业邻里中心	28
图表 65: 南都物业智慧云服务平台	28
图表 66: 南都物业悦嘉家 APP 主要功能	29

图表 67: 南都物业悦园区 APP 主要功能.....	29
图表 68: 南都物业悦服务 APP 主要功能.....	30
图表 69: 包干制物业管理服务收入预测 (万元)	30
图表 70: 增值服务收入预测 (万元)	31
图表 71: 公寓租赁服务收入预测 (万元)	31
图表 72: 可比公司估值.....	31

一、领先的第三方物业管理企业，布局全国市场

1.1 领先的第三方物业管理企业

南都物业（代码：603506.SH）成立于1994年，成立之初为房地产开发商下属的物业公司，公司较早开展了市场化运营，2006年公司成为完全独立的第三方物业企业，2015年公司完成股改并于2018年登陆A股市场，成为A股物业第一股。

截至2020年第一季度，公司累计总签约项目499个，累计总签约面积6074.11万平方米，其中储备面积约1,000万平方米，覆盖住宅、写字楼、酒店式公寓、购物中心、城市综合体、企业总部大楼、工厂、学校、政府公建项目等多种业态，代表客户包括银泰集团、阿里巴巴、绿地集团等。受疫情影响，公司2020年一季度新签约项目较少，共计签约物业项目4个，新签约面积约19.16万平方米。

图表1：南都物业发展里程碑

年份	重要事件
1994年	公司前身浙江南都物业管理公司成立，注册资本200万元，系浙江华电房地产开发公司（后更名为“浙江南都房产集团有限公司”）旗下物业公司
2006年	通过股权转让，韩芳成为公司控股股东，同年公司成为独立第三方物业公司，专注住宅物业服务
2010年	进入商办物业领域
2015年	公司整体变更为股份有限公司，公司股本为5,000万元
2016年	股份公司第一次增资，新增股东包括银泰置地
2017年	收购上海采林物业90%股权
2018年	公司登陆A股市场，成为首家在A股上市的物业企业；同年收购江苏金枫物业70%股权
2019年	与之江城投、建信住房服务等合作伙伴成立物业子公司

资料来源：招股说明书，公司公告，国盛证券研究所

公司获得过多项荣誉称号，被中国指数研究院评为“全国物业服务百强企业第15名”，被中国物业管理协会评为“中国物业服务企业上市公司十强”。

图表2：公司2019年以来获得的荣誉

序号	名称	颁发者	年份
1	中国物业服务百强企业（15名）	中国指数研究院	2020
2	国家政府采购物业类50强	全国政府采购集采年会组委会	2019
3	中国物业服务行业市场化运营领先企业	中国物业管理协会	2019
4	中国物业服务企业上市公司十强	中国物业管理协会	2019
5	物业服务企业品牌价值50强	中国物业管理协会	2019
6	浙江省首批“AAA”物业服务信用企业	浙江省住房和城乡建设厅	2019

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

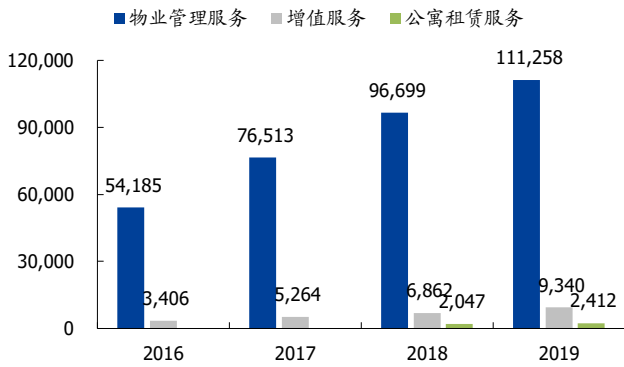
公司主要业务包括物业管理服务、增值服务与公寓租赁服务，其中物业管理服务收入占比超过90%，增值服务收入占比近年不断提升，公寓租赁服务收入来自公司“群岛”公寓系列项目，约占主营业务收入规模的2%。

图表3: 南都物业的主营业务

业务类型	说明
物业管理服务	提供综合管理、秩序维护、工程维护、环境保洁、绿化养护、装修管理、社区文化等服务
增值服务	为管理项目内的住户提供的个性化专项服务，如家政服务、私人绿化服务、室内维修服务等
公寓租赁服务	依托公司综合运营实力与设计、开发资源，以住宅社区、企业园区客群为入口，以“产品+互联网+社群”为手段，打造以服务公寓、国际青年社区、托管公寓和复合型园区四大产品为核心的“群岛”品牌

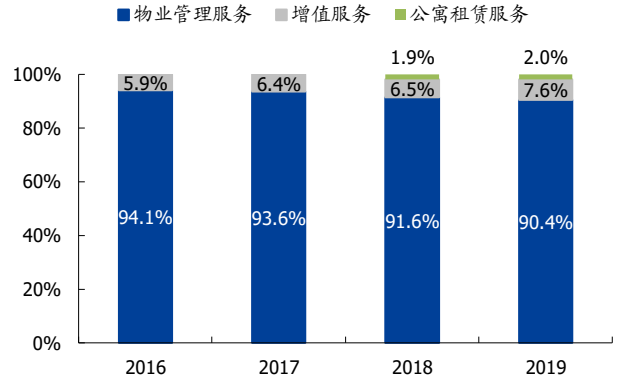
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 主营业务分板块收入(万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

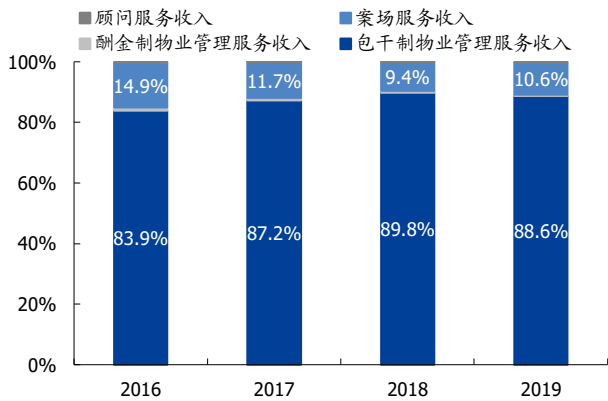
图表5: 主营业务分板块收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

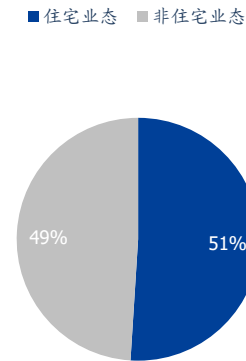
物业管理服务具体又可分为包干制物业管理服务、酬金制物业管理服务、案场服务、顾问服务，其中包干制物业管理服务收入占物业管理服务的比例近90%，案场服务收入占比约10%。2019年，公司在管项目中住宅业态收入占比约51%，面积占比约为2/3。

图表6: 物业管理服务细分收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

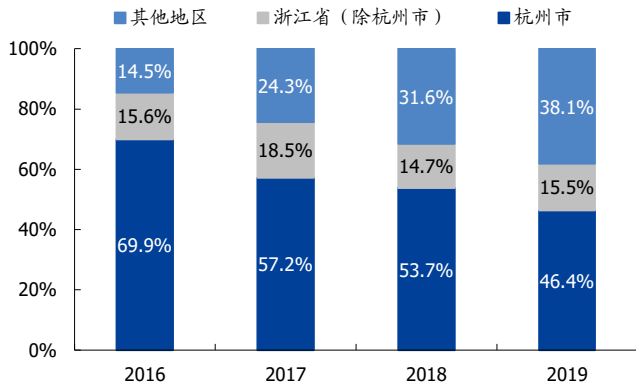
图表7: 在管项目中, 住宅与非住宅业态收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司逐年扩大杭州地区以外的营业收入，从杭州走向全国。公司主营业务主要集中在杭州地区，2019 年来自杭州地区的收入占比为 46%。杭州地区外的收入占比逐年提高，收入占比由 16 年 30.1% 提升至 19 年 53.6%。符合扎根杭州、辐射全国的战略，其他地区以江苏、上海、河南、陕西、安徽、四川等地为主，公司目前的服务版图已遍布全国 17 个省/直辖市。

图表 8: 杭州地区外营收占比逐年提高



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 服务版图遍布 17 个省/直辖市



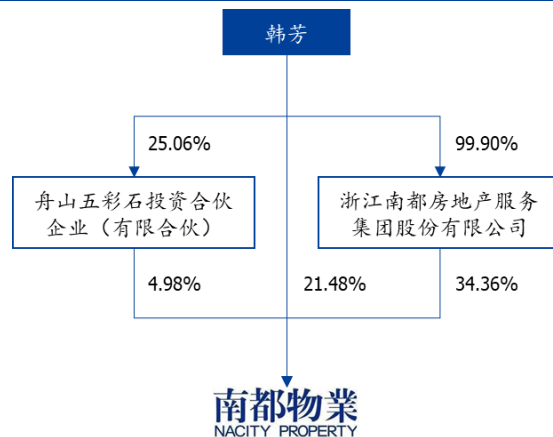
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1.2 实际控制人深耕物管行业，多元化发展格局形成

公司实际控制人为韩芳，直接和间接持有公司 57.05% 的股份。韩芳于 1993 年 2 月至 2006 年 12 月就职于浙江南都房产集团有限公司，历任营销总监、总经理助理、集团副总裁等职，兼任浙商女杰执行会长。2001 年底，韩芳被集团任命兼任旗下浙江南都物业管理有限公司的法人代表，开始涉足物业服务行业。2006 年，南都房产集团被万科收购，韩芳通过股权转让成为南都物业的控股股东，自此南都物业成为独立第三方物业公司。

主管物业服务后，韩芳先后成立浙江南都房地产服务有限公司，参与成立舟山五彩石投资合伙企业（有限合伙）等公司，并于 2015 年先后为公司注资。2016 年，公司引入银泰置地、银泰置地高管郑勇强和中城年代等战略投资人，其中，中城年代是中城联盟的控股子公司，中城联盟是由房地产行业颇具影响力的多家企业联合发起的行业策略联盟，董事包括胡葆森、陈劲松、冯仑等地产界重要人物。

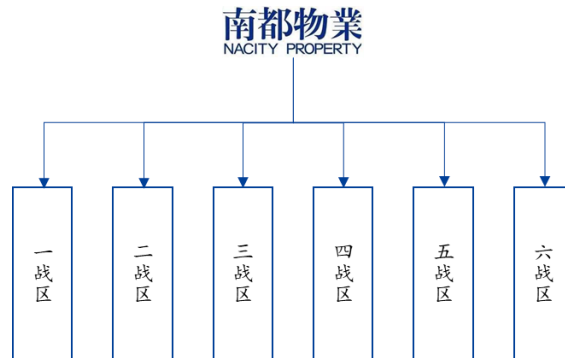
图表 10: 实际控制人控制关系图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

扁平高效的组织架构。为推动战略目标的实现，南都物业围绕业务需求进行组织架构的迭代与升级，将13个事业部合并为六大战区，精简汇报层级，战区组织架构层级从原事业部的四级架构优化成战区三级架构，提升战区的组织能力和综管管理水平。

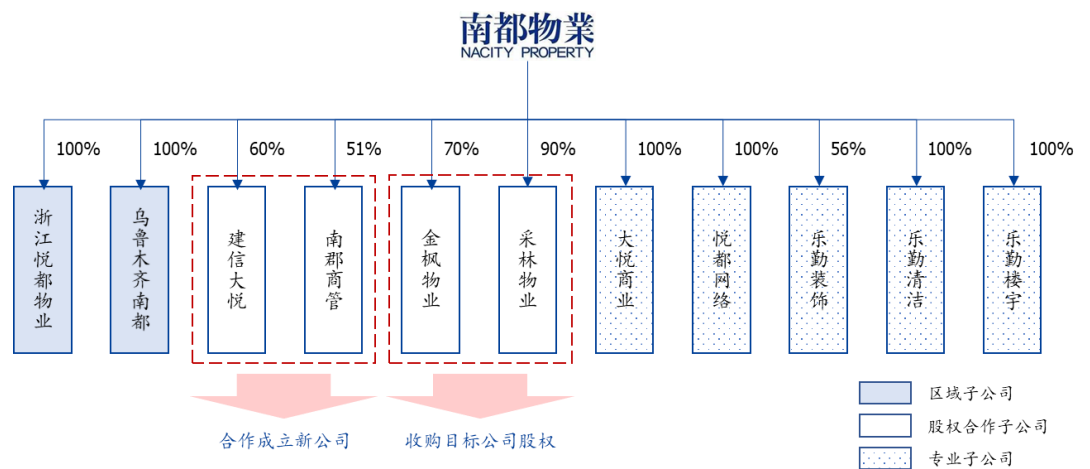
图表 11: 组织架构提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

成立子公司形成多元化发展格局。南都物业相继成立区域子公司、专业子公司，形成多元化发展格局。其中，公司通过两种股权合作方式扩大业务：第一种为股权收购，公司分别于2016年和2018年收购采林物业和金枫物业，横向扩张业务；第二种为合作设立新公司，南都物业于2019年与之江城投、建信住房服务等具备国资背景的合作伙伴出资设立新公司，为新公司提供专业的物业服务与技术、平台支持，其中建信大悦专注于公租房的物业管理，南郡商管专注于旧城改造等城市空间管理服务项目。

图表 12: 南都物业控股子公司一览



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 专业子公司介绍

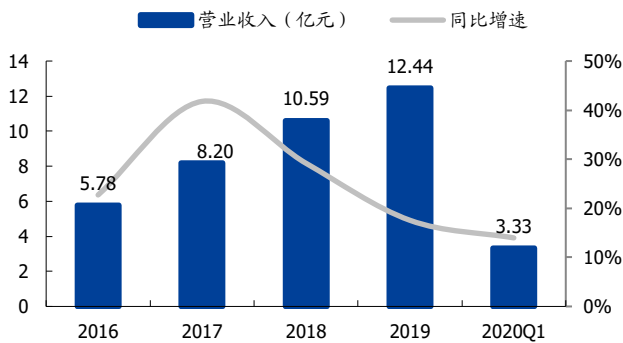
子公司名称	2019 年营收(万元)	介绍
大悦商业	2,647.51	以物业主体为核心,以社区为入口,以“产品+互联网+社群”为手段,打通存量资产服务行业的整个产业链条,负责公司“群岛”公寓业务
悦都网络	769.83	专注于应用移动互联网、物联网和大数据技术,搭建以悦嘉家、悦园区、悦服务三大 APP 为载体,为业主提供多元化、综合性服务的物业服务云平台
乐勤装饰	221.51	承接园区、中高端住宅等装修装饰业务,为业主实现“拎包入住”体验
乐勤清洁	3,006.20	保洁服务、家政服务、专业开荒保洁、石材养护、高空玻璃幕墙及外墙清洗,水箱、空调、通风管道系统保养清洗等综合服务为一体的综合性清洁服务企业
乐勤楼宇	428.33	创立具有物业管理特色的工程改造、运行、顾问咨询的运作模式,业务范围包括维修改造、工程运营、顾问咨询等

资料来源:公司公告、公司官网,国盛证券研究所

1.3 营业收入、净利润保持增长,毛利率回升

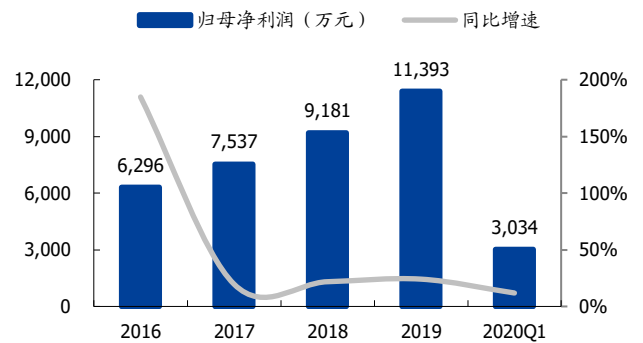
公司营业收入及净利润的年复合增长率均超过 20%。公司营业收入 2016-2019CAGR 为 29.13%,归母净利润 2016-2019CAGR 为 21.86%。公司整体毛利率基本保持在 22%以上,2020 年一季度小幅回升至 26%;净利润率稳定在 9%以上。公司销售费用率整体呈现下降趋势,管理费用率在 2020 年一季度有所反弹。

图表 14: 2016-2020Q1 营业收入及增速



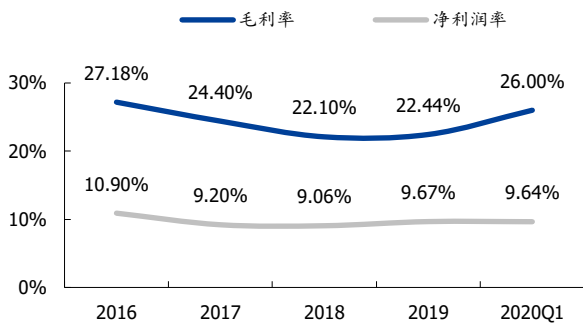
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 2016-2020Q1 归母净利润及增速



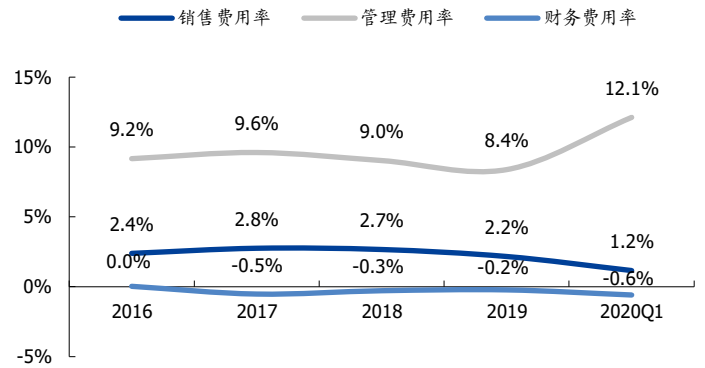
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 2016-2020Q1 毛利率与净利润率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

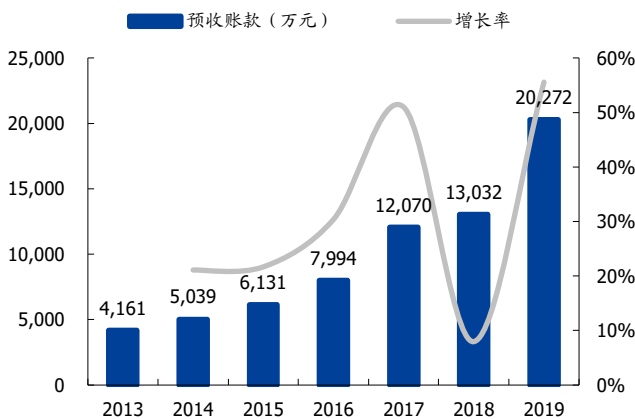
图表 17: 2016-2020Q1 期间费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

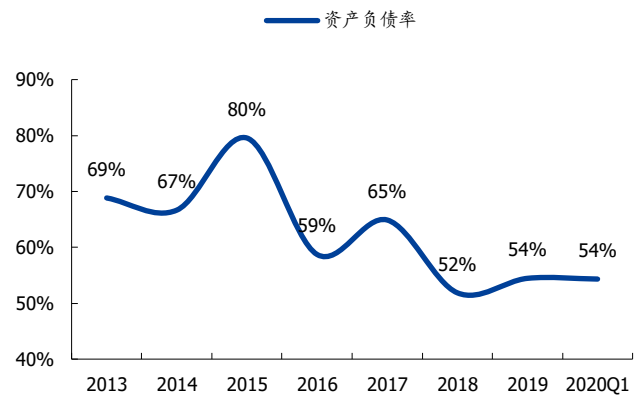
公司预收款项比例高, 不存在借款。由于住宅业态的物业费主要为预收款项, 故公司预收款项较高, 稳定增长的预收款项为公司提供了充足的现金流。公司不存在短期借款及长期借款, 资产负债率整体呈下降的趋势。

图表 18: 2016-2020Q1 预收账款情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 2016-2020Q1 资产负债率情况



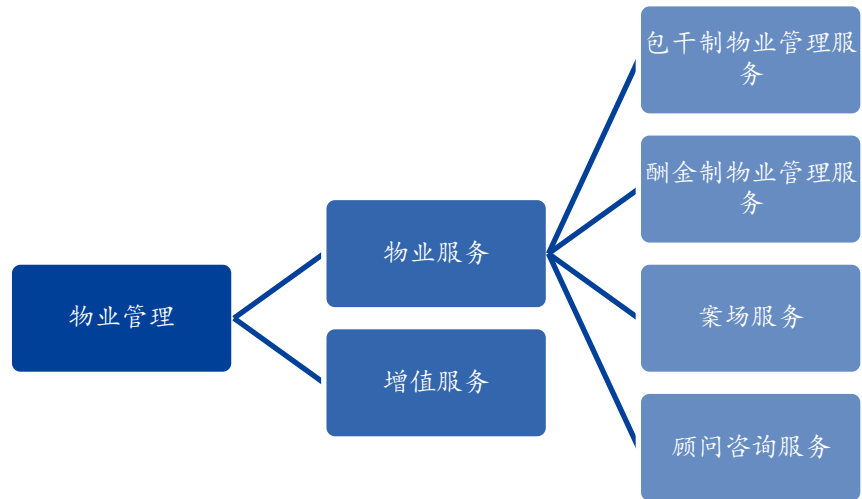
资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、万亿市场空间, 追求美好生活刚起步

2.1 物业管理行业具有轻资产、现金流稳定的特征

物业管理, 是指通过选聘物业服务企业, 由物业服务企业按照物业服务合同约定, 对房屋及配套的设施设备和相关场地进行维修、养护、管理, 维护物业管理区域内的环境卫生和相关秩序的活动。物业行业提供的主要服务可分为物业服务与增值服务, 其中基础物业服务包括包干制物业管理服务、酬金制物业管理服务、案场服务和顾问咨询服务。

图表 20: 物业管理业务分类



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

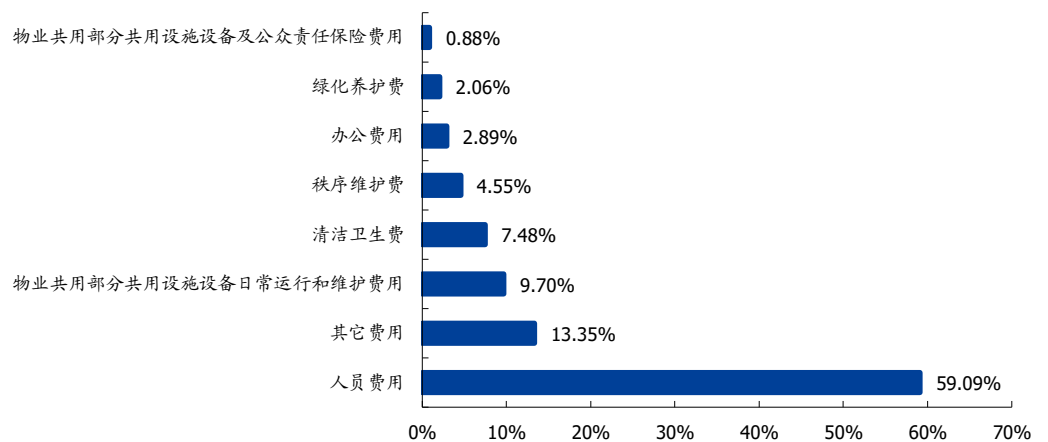
物业公司可分为两类, 一类为开发商下属物业企业, 另一类为独立第三方物业企业。我国众多的物业管理服务企业, 85%是开发商的子公司, 10%是由房管站转制, 独立的专业物业服务公司只有 5%左右。2019 年百强物业企业中, 具有开发背景的企业占比近八成, 这些企业的管理面积中约六成来自兄弟开发公司。

我们总结了物业行业存在如下行业特征: 1) 人工成本是最大的成本, 物业管理行业是人力密集型行业。2) 物业管理属于重管理的轻资产行业, 现金流稳定。3) 物业项目续约率高, 存在天然的客户粘性。

1、人工成本是最大的成本, 物业管理行业是人力密集型行业。

2019 年百强企业营业成本构成中, 人员费用占比达到 59.09%, 远高于其他类型成本, 各地最低工资标准不断提升, 我国人口红利消失导致我国整体人力成本的提升, 也导致了物业行业人工成本的攀升, 成本控制是物业企业重要的运营能力。

图表 21: 2019 年百强物业企业营业成本构成情况

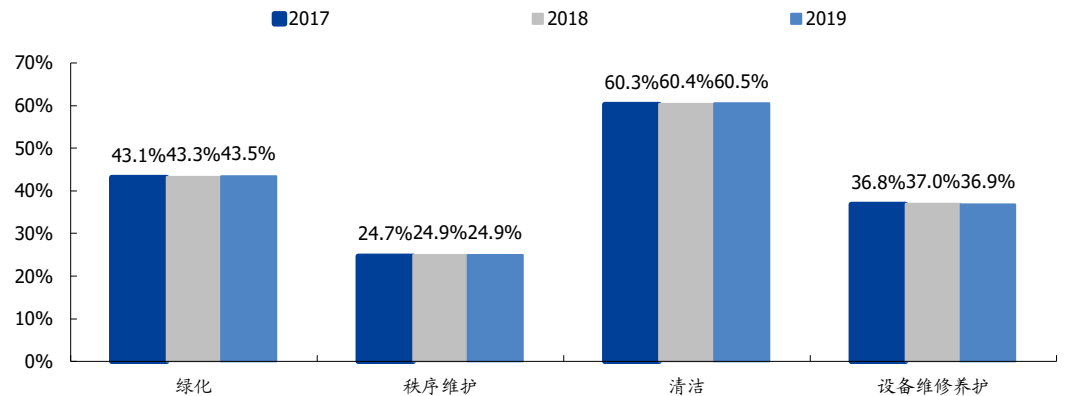


资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

百强企业通过多种措施降低成本。1) 技术创新对冲成本压力, 百强企业积极引入智能科技设备, 实现基础服务自动化, 构建社区服务生态管理系统, 运用服务机器人等。2019 年, 有 30 余家百强企业智能化建设费用超千万元, 大部分企业智能化建设费用投入在

100至500万元之间；2) 适度增加外包比例，有效降低刚性成本，我们可以发现，百强企业基础外包项目比例呈现逐年上涨的态势，其中清洁服务的外包比例最高。

图表 22: 百强企业增加外包比例，降低成本



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

2、物业管理属于重管理的轻资产行业，现金流稳定。

物业行业固定资产较少，其行业特性表现为轻资产模式；主要物业企业的经营活动产生的现金流量净额均为正数，存量物业项目持续稳定提供现金流。

图表 23: 2019 年主要物业上市公司经营情况

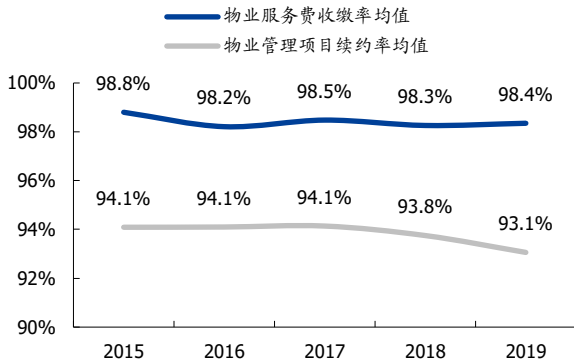
代码	简称	净资产收益率	总资产周转率	固定资产周转率	经营活动产生的现金流量净额(亿元)
001914.SZ	招商积余	4.46%	0.41	10.11	3.59
603506.SH	南都物业	16.75%	0.84	32.90	1.93
002968.SZ	新大正	20.45%	1.41	9.68	0.51
6098.HK	碧桂园服务	43.77%	1.09	45.44	32.57
3319.HK	雅生活服务	21.20%	0.61	42.87	16.00
2869.HK	绿城服务	18.79%	1.24	18.01	9.19
6049.HK	保利物业	17.19%	1.18	74.55	6.94
1778.HK	彩生活	14.23%	0.40	17.50	5.45
1755.HK	新城悦服务	31.88%	1.08	234.54	5.45
9909.HK	宝龙商业	19.66%	0.62	17.99	5.34
1995.HK	永升生活服务	21.87%	0.95	42.01	5.09
2669.HK	中海物业	40.84%	1.39	112.24	2.75
2168.HK	佳兆业美好	27.99%	1.08	94.67	2.74
1538.HK	中奥到家	17.51%	0.94	31.56	2.69
3662.HK	奥园健康	33.48%	0.96	55.04	1.70
3316.HK	滨江服务	25.39%	0.80	65.72	1.59
3686.HK	祈福生活服务	26.59%	0.79	27.16	0.86
1895.HK	鑫苑服务	20.05%	0.71	115.43	0.57
1417.HK	浦江中国	7.75%	1.15	119.34	0.01
9928.HK	时代邻里	19.28%	0.42	34.09	-8.57

资料来源: wind, 国盛证券研究所。经营活动产生的现金流量净额单位: 人民币亿元。

3、物业项目续约率高，存在天然的客户粘性。

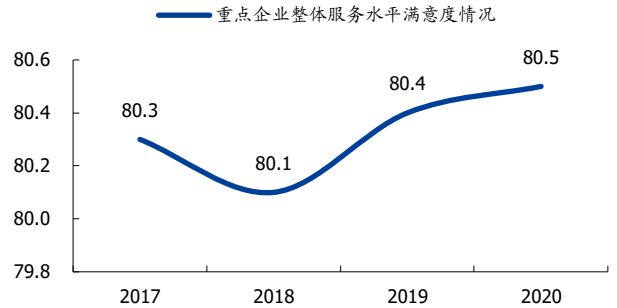
物业行业具有天然粘性。物业服务收缴率维持在98%以上，项目续约率维持在93%以上，物业服务企业存在天然的粘性。重点物业服务企业满意度维持在80分以上，客户满意度高有助于项目续约。

图表 24: 百强物业服务企业物业费收缴率、项目续约率



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

图表 25: 重点企业服务满意度



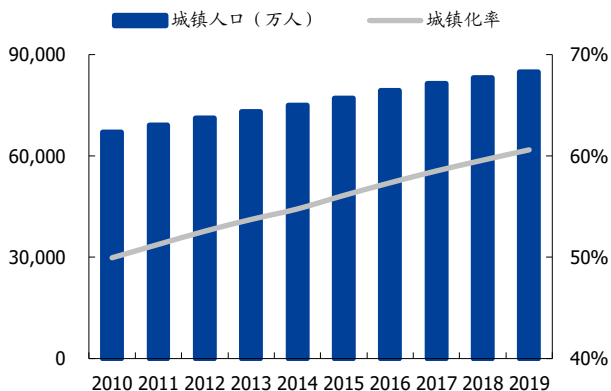
资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

2.2 城镇化推动物业管理面积持续增长，市场规模可达万亿

城镇化为物业行业发展开拓广阔市场空间。根据国家统计局数据，2019年我国城镇人口8.48亿人，城镇化率60.60%，比2010年末提高10.65个百分点。中国城镇化率距离发达国家80%的平均水平还有很大差距，也意味着巨大的城镇化潜力。预计未来数十年我国仍将继续城镇化，城镇化将带来房屋竣工面积的不断增加，为物业行业发展开拓了广阔发展空间。硬件条件已具备，美好生活还需“软件”加持，即专业的物业管理服务。

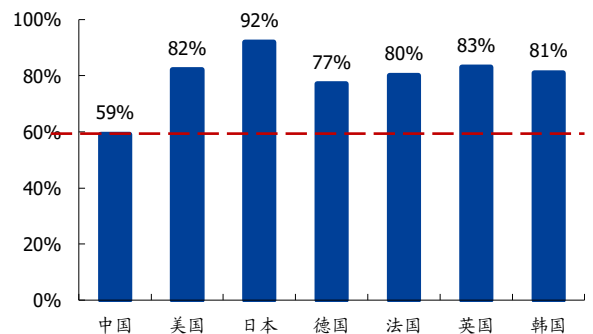
全国房屋竣工面积带动新增物业管理面积增加。根据中国指数研究院数据，2017年全国物业管理面积达到195亿平方米，2009-2017年CAGR为6.59%，2017年较2009年物业管理面积增加78亿平方米，基本上与全国房屋竣工面积一致（78.7亿平方米），预计到2020年全国物业管理面积达到235亿平方米，物业管理市场的增长潜力巨大。目前新开发住宅、写字楼等一般都配有物业公司，且新房物业费定价较高；此外，新房的设置一般比较科学，且设备较新，日常维护较容易。

图表 26: 中国城镇化率不断提高



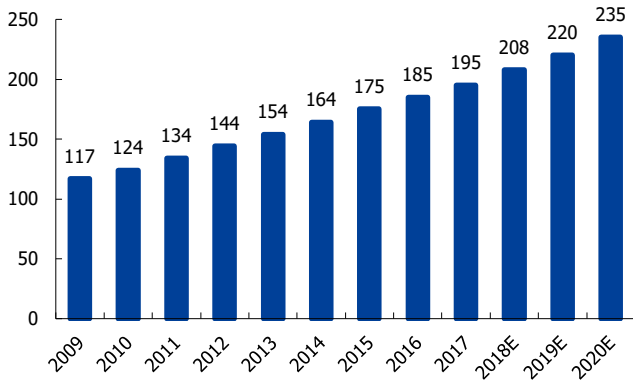
资料来源: wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 27: 2018年发达国家城镇化率高于中国



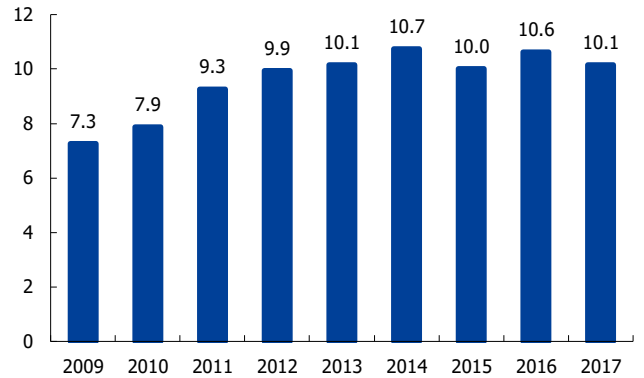
资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

图表 28: 中国物业管理面积不断提升 (亿平方米)



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

图表 29: 中国房屋竣工面积情况 (亿平方米)

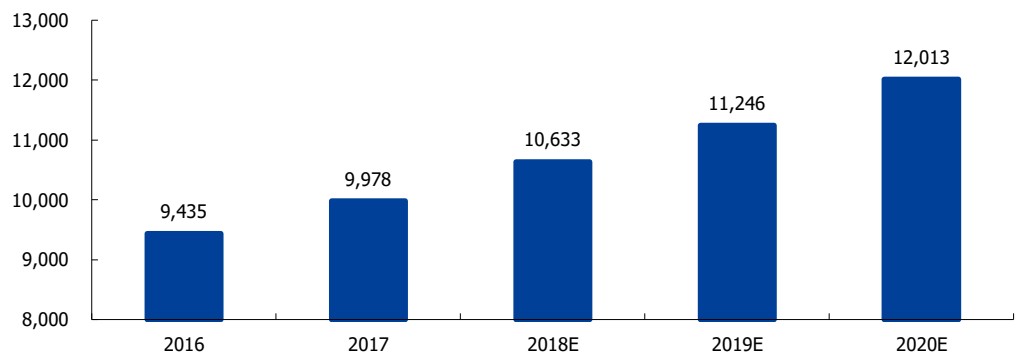


资料来源: wind, 国盛证券研究所

存量房带来巨大物业市场空间。目前存量房屋物业公司覆盖率较低,随着部分地区政府推动老旧住宅区引入物业管理,增量房、存量房以及老旧住宅区为物业管理行业提供了巨大的市场空间。我们测算存量房中没有物业管理的面积为 110 亿平方米(计算方法:城镇居民 8.48 亿人*人均建筑面积 39 平方米-2019 年在管面积 220 亿平方米),按照百强企业全国物业费均值 3.86 元/平米/月,仅存量物业管理市场的规模就超 5,000 亿元。

2020 年物业管理市场规模将达 1.2 万亿元。根据中国指数研究院数据,按照 2016 年百强企业管理项目平均物业服务费计算,2020 年全国基础物业管理市场规模约为 1.2 万亿元,物业管理行业是万亿级市场。

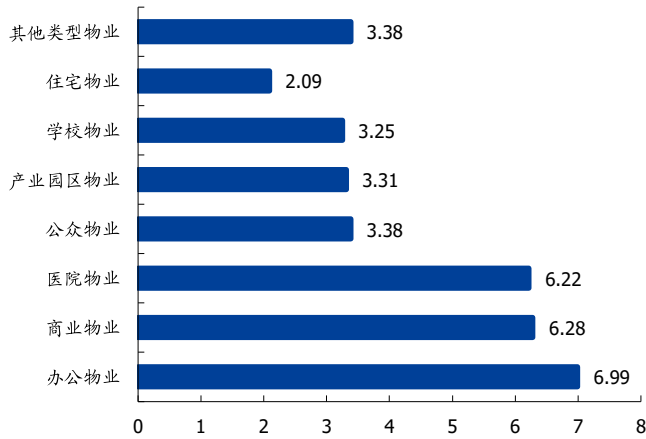
图表 30: 我国基础物业管理市场规模 (亿元)



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

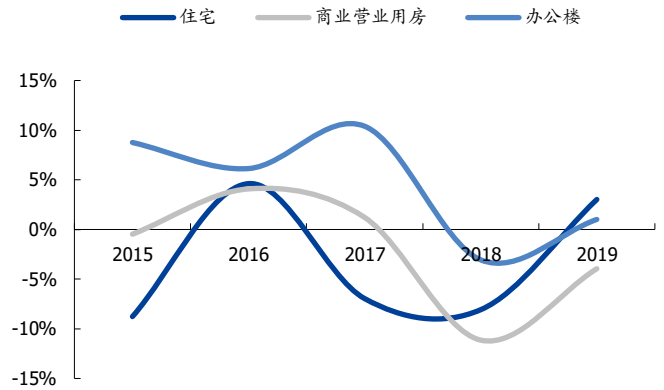
办公物业收费较高,有助于百强企业改善业绩。百强企业中,各类型物业服务收费标准(元/平方米/月)由高到低分别为办公物业(6.99)、商业物业(6.28)、医院物业(6.22)、公众物业(3.38)、产业园区物业(3.31)、学校物业(3.25)、住宅物业(2.09)。整体看,近几年办公楼的竣工面积增速高于住宅,随着机构物业占比的提升,未来百强企业营收及净利润增速仍将保持较高水平。

图表 31: 2019 年百强企业各业态物业费收费标准 (元/平方米/月)



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

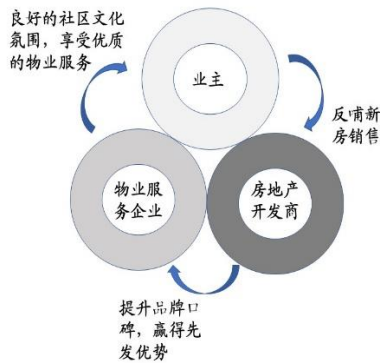
图表 32: 住宅、商业营业用房、办公楼竣工面积增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

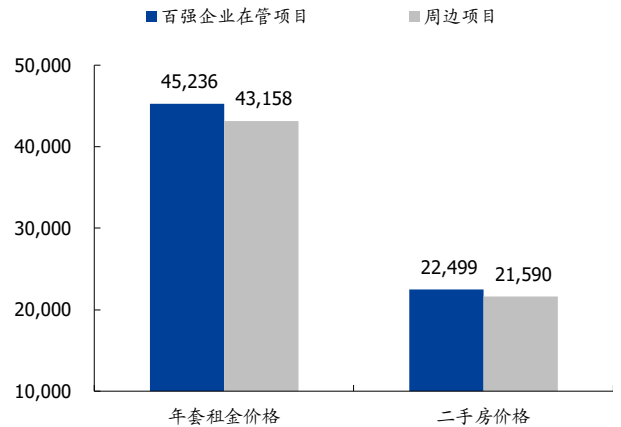
物业服务能够产生房屋溢价，物业费提价具有空间。物业管理企业为开发商提供优质配套服务，有助于提升品牌口碑，赢得先发优势，提高获得全委物业管理合同的概率；对地产开发商而言，物业管理企业高品质服务能反哺其新房销售。对于业主而言，良好的物业服务提升了业主居住幸福指数与体验，保障业主房屋资产的增值。2019 年百强企业在管二手房平均价格高出周边二手房价格 4.21 个百分点，百强企业年套租金价格高于周边年套均租金价格 4.81 个百分点。

图表 33: 三方合作构建多赢生态圈



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

图表 34: 2019 年百强企业在管二手房售价、租金与周边均价比较 (元)

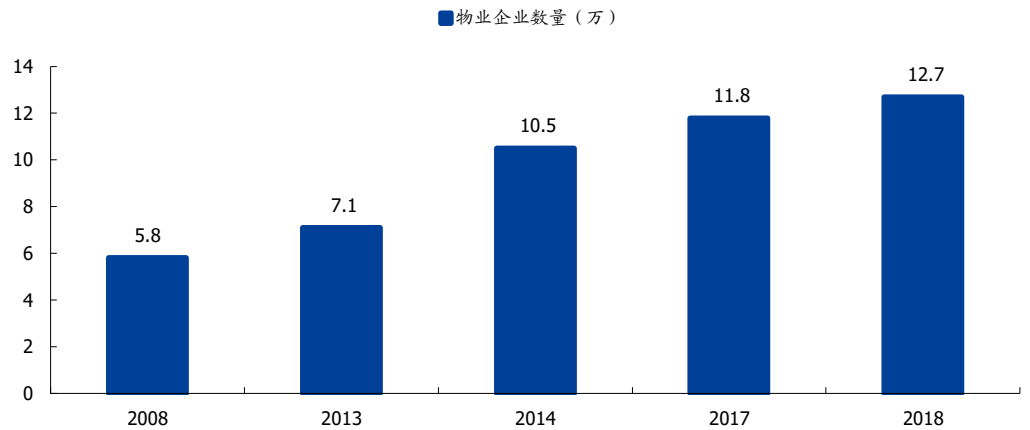


资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

2.3 行业处成长阶段，市场集中度提升

物业服务企业数量仍在增加，行业处于成长阶段。目前物业企业数量仍然在增加，还未到存量整合阶段。2018 年，我国已成立约 12.7 万家的物业管理公司，相较于 2008 年增加了约 7 万家企业。

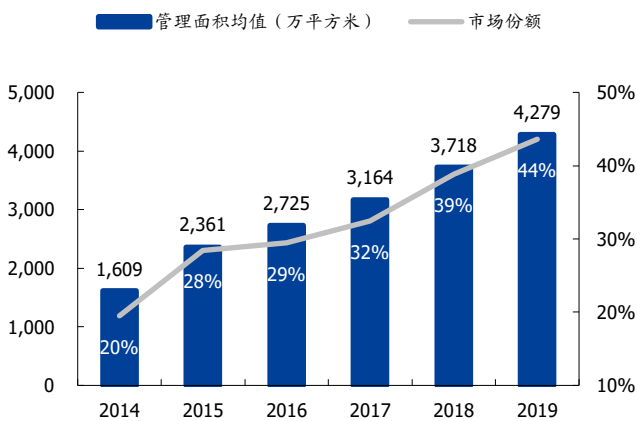
图表 35: 物业企业数量 (万)



资料来源: 中国物业管理协会, 国盛证券研究所

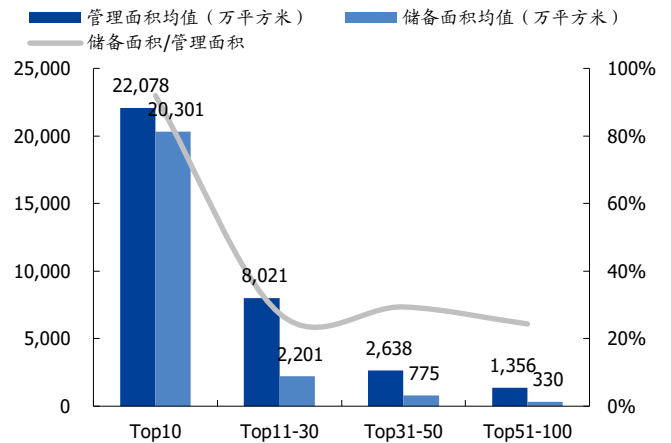
行业呈现强者恒强格局, 马太效应明显。物业百强企业市场份额逐年提升, 由 2014 年的 19.50% 提升至 2019 年的 43.61%, 管理面积均值由 2014 年的 1,609 万平方米提升至 2019 年的 4,279 万平方米。2019 年, 百强企业中 Top10 企业储备面积均值远高于其他公司, 且储备面积均值占管理面积均值的 92%, 未来的收入可保证, 体现出强者恒强的趋势。

图表 36: 物业百强企业管理面积均值及市场份额



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

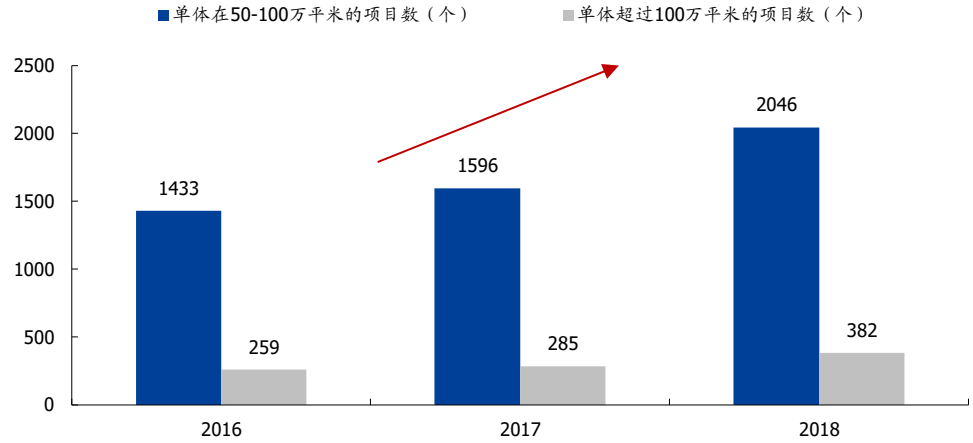
图表 37: 2019 年百强企业不同层级管理面积和储备面积情况



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

百强企业承接大体量项目逐年增多。近年来, 百强企业承接大体量项目逐年增多, 产生了一定的规模效应。2018 年, 单个项目在 50-100 万平方米、100 万平方米以上的项目数量分别为 2046 个、382 个, 较 2016 年分别增长 42.8% 和 47.5%。一方面, 单个项目面积达到一定规模后, 以标准化、自动化、智能化技术控制企业成本、提升运营效率; 另一方面, 大盘项目的人口聚集优势, 产生更多的增值服务需求, 打开企业社区增值业务的增长空间。

图表 38: 2016-2018 年百强企业大体量项目逐渐增多



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

并购加速市场集中度提升。百强物业企业一方面通过内生发展, 另一方面通过并购中小物业企业快速做大规模。2019年, 行业内并购案频发, 尤其是上市物业服务公司借助资本市场的力量, 持续推进并购工作, 快速提升管理规模及扩大业务范围。

图表 39: 2019 年部分物业企业并购事件

企业简称	被收购企业	收购股权比例	被收购企业主要业务
雅生活服务	中民物业、新中民物业、广州粤华物业、哈尔滨景阳物业、青岛华仁物业	51%-90%	物业管理
碧桂园服务	港联不动产服务(中国)、嘉凯城集团物业、北京盛世物业、元海资产物业、联源物业、溧阳中立电梯	60%-100%	物业管理、电梯制造与运营
奥园健康	乐生活	80%	物业管理
佳兆业美好	江苏恒源物业、嘉兴大树物业	51%-60%	物业管理
永升生活服务	青岛银盛泰、青岛雅园物业	50%-55%	物业管理
绿城服务	Montessori Academy	56%	婴幼儿教育
新城悦服务	上海数渊信息科技	100%	智能家居、停车系统
和泓服务	上海同进物业	70%	物业管理
银城生活服务	汇仁恒安物业	51%	医院物业管理
蓝光嘉宝服务	浙江中能物业、常发物业	60%-100%	物业管理

资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

2.4 海外物业企业: 高度分工、综合性服务

海外物业公司高度分工。美国、香港等地区的物业管理费用模式主要是代理人制, 即管理费用=成本支出+佣金, 佣金可以按固定数额提取, 也可按比例提取。一般的提取比例是 10~15%, 住宅的比例是 10%, 商业的比例是 15%。物业管理费也有采用包干制的, 这一点与大陆地区普通小区的收费方式相似。在美国, 物业公司分为物业经理人公司和物业基础服务公司, 物业经理人由业主聘请, 作为物业服务管理的代理, 物业基础服务公司则负责具体的物业服务。美国的物业公司高度分工, 物业经理人主要服务物业资产的运营, 主要起到组织、调度及监理的作用, 最终向业主负责。

图表 40: 美国两大物业服务企业

企业	FIRSTSERVICE	ServiceMaster
2019 年收入 (亿美元)	24.07	20.77
市值 (亿美元)	38.73	43.41
覆盖业务范围	物业管理人+物业基础服务	物业基础服务

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所 股价为 2020-5-29 收盘价

物业管理“五大行”提供综合服务。目前物业管理五大行分别是, JLL 仲量联行、CBRE 世邦魏理仕、DTZ 戴德梁行、Savills 第一太平戴维斯、Colliers 高力国际。五大行基础物业服务外包比例大, 公司不仅仅提供物业管理服务, 还提供全方位的房地产服务, 贯穿物业管理服务、房屋租赁服务、资本市场服务、交易服务等领域。五大行的物业管理服务占营收比大约在 30%左右, 而我国百强物业服务企业的基础物业管理服务占营收比例为 78.55%。

图表 41: 物业五大行情况

股票代码	企业	主要业务范围	管理面积 (亿平方英尺)	2019 营收 (亿美元)
JLL.N	JLL 仲量联行	房屋租赁、资本市场和酒店、物业及设施管理、项目与开发服务、咨询服务、房地产投资服务	51	179.83
CBRE.N	CBRE 世邦魏理仕	物业管理, 评估、贷款服务、投资管理、房屋租赁、资本市场销售和抵押贷款	~70	238.94
CWK.N	DTZ 戴德梁行	房屋租赁, 企业占用者和投资者服务, 资本市场, 估价和咨询	41	82.20*
SVS.L	Savills 第一太平戴维斯	咨询, 物业及设施管理, 投资管理, 商业交易, 住宅交易	23	25.34
CIGI.O	Colliers 高力国际	外包、咨询, 租赁服务, 销售中介服务	20	30.46

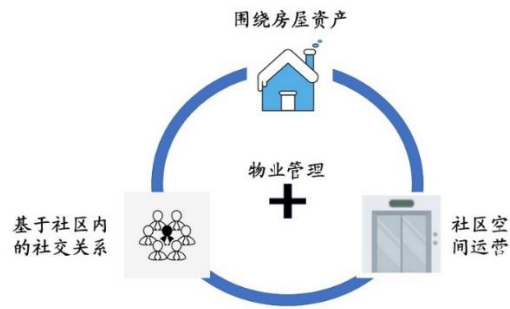
资料来源: wind, 公司官网, 国盛证券研究所。注: 戴德梁行的营收为 2018 年数据。

海外的物业企业主要通过不断的外延并购和拓展服务范围成长起来。例如, 世邦魏理仕物业公司通过不断的外延并购和拓展服务范围不断做大规模, 1969 年, 公司由一个区域的房地产服务商变成全国性的房地产服务商, 到 1980 年公司通过收购十家公司, 业务迅速由加州拓展到全美 20 个州, 业务线由物业服务拓展到物业外包、住房按揭代理及保险代理等。1990 年代, 跨国公司在全球范围内优化资源配置, 需要房地产服务商随之在全球范围提供服务, 公司业务迅速由美国拓展至全球 57 个国家, 成为全球最大的房地产服务商。

2.5 增值服务形式更加多元, 比重持续增加

物业服务企业天然具有吸引客户的根基, 同时把守着社区巨大的流量入口, 发展社区服务有着得天独厚的优势。

图表 42: 物业服务企业增值服务切入方向

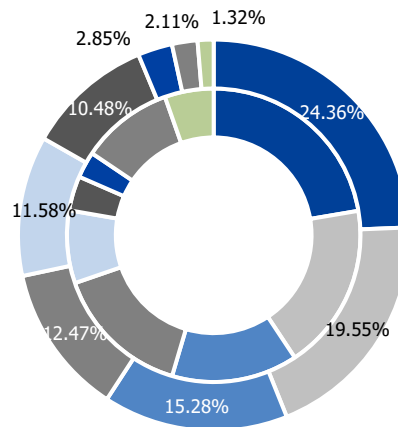


资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

从增值服务的具体细项来看, 百强企业更加注重对业主的线下服务。2019年, 百强企业重点发力居家类增值服务, 家政服务与家居服务收入大幅增长, 占业主增值服务总收入比重分别为 11.58% 和 10.48%, 较上年分别增长 3.57 个百分点和 6.67 个百分点。此外, 空间运营收入占业主增值服务比重为 24.36%, 排名第一, 房屋经纪、电商服务的比重分别为 19.55%、15.28%; 汽车服务、社区金融、养老服务比重较 2018 年下跌, 分别为 2.85%、2.11%、1.32%。

图表 43: 2018 年(内环)和 2019 年(外环)百强企业多种经营收入构成情况

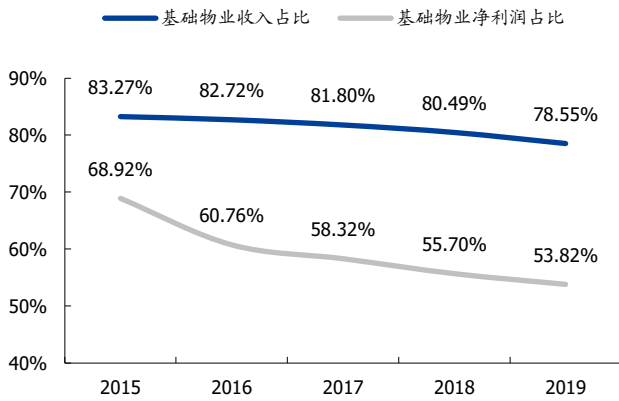
■ 空间运营 ■ 房屋经纪 ■ 电商服务 ■ 其他服务 ■ 家政服务 ■ 家居服务 ■ 汽车服务 ■ 社区金融 ■ 养老服务



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

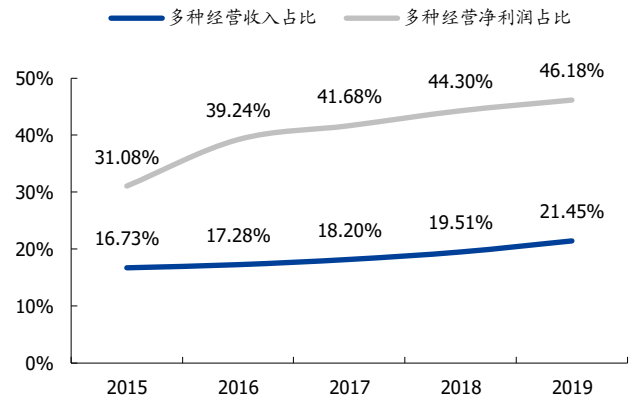
基础物业服务占比降低, 增值服务占比提高。百强企业中, 基础物业服务的收入及净利润占比逐年降低, 2019 年占比分别为 78.55% 和 53.82%, 增值服务占比逐年提高, 由于增值服务的毛利率较高, 其净利润占比达 46.18%。百强企业的收入结构变化反映了行业的发展趋势, 即增值服务的重要性愈发提高。

图表 44: 百强企业基础物业收入及净利润占比逐年降低



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

图表 45: 百强企业多种经营收入及净利润占比逐年提高



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

三、住宅非住宅平衡发展, 具有独特的竞争优势

与其他第三方物业公司相比, 公司来自住宅业态及非住宅业态的收入各占一半, 具有很强的品牌号召力。公司发展主要靠内生外延, 一方面开拓新城市竞标新项目, 另一方面收购和参股物业管理企业, 快速做大规模。

3.1 优质品牌、名企项目经验助力新物业项目获取

“南都管家”承揽商办及高端住宅项目。南都物业总结各类项目的服务与管理经验, 创造了“南都管家”等服务模式, 获得了多个综合体、写字楼、产业园区等商办项目以及较为高端的住宅项目。公司在获得多个项目的同时, 提升服务品质, 赢得了客户的认可, 保证了稳定的项目来源。

2019年, 公司融合当下客户生活全景, “南都管家 2.0”全新升级, 升级后的“南都管家服务模式 2.0”全面链接智慧社区生态圈, 以“智慧管理、人文服务”的服务理念为依托, 向客户提供更具人文情感的个性化服务。

图表 46: 南都管家与南都物业品牌区分

项目定位	物业品牌	简介
中高端项目	南都物业品牌	南都物业品牌主要面向中高端物业项目, 通过公共界面的客户服务、安全服务、工程服务、环境服务、装修管理、消防管理以及社区文化活动的推广, 为业主创造安全、舒适、和谐的居住环境
顶级项目	南都管家品牌	南都管家品牌主要面向顶级物业项目, 如豪宅、顶级商业项目等, 在公共服务的基础上, 结合五星级酒店系统化的服务管理模式, 实施一对多的人性化服务

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

公司拥有优质的项目经验。南都物业自1994年成立至今，通过提供不断更新与优化的服务，积累了一大批优质且稳定的客户资源。公司拥有二十多年的项目经验，服务对象多样化，包括住宅、商业楼、办公楼，也承接学校、政府及公共类业务。不仅如此，公司也向开发商、设计院、中小型物业管理企业提供物业咨询服务，这是多年的项目经验带来的收益。经过多年的检验，南都物业建立的一套特色服务体系具有灵活性与可持续性。更进一步，南都在未来向其它地区拓展业务，也可以借鉴原有的项目经验，再结合当地的实际情况，从而降低风险。公司与银泰置地、绿地集团、阿里巴巴等著名企业合作，有利于公司后续竞标其他物业项目。

图表 47: 南都物业合作伙伴代表



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

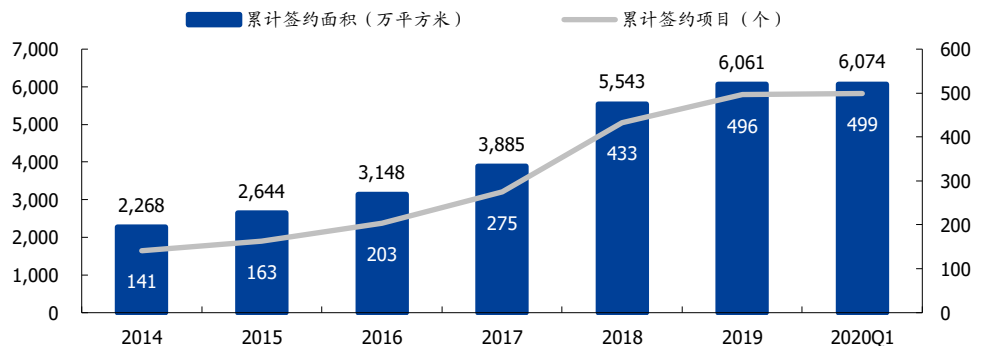
图表 48: 公司多项物业管理项目获得全国性大奖

时间	获奖项目
2013年	阿里巴巴项目获得中国住建部颁发的“全国物业管理示范大厦”称号
2012年	逸天广场项目获得中国住建部颁发的“全国物业管理示范住宅小区”称号
2011年	联合大厦项目获得中国住建部颁发的“全国物业管理示范大厦”称号
2010年	温岭市财税大楼获得浙江省建设厅颁发的“全省物业管理示范大厦”称号
2009年	林语别墅项目获得中国住建部颁发的“全国物业管理示范住宅小区”称号
2006年	浙大科技园项目获得中国住建部颁发的“全国物业管理示范大厦”称号，江滨花园项目获得中国住建部颁发的“全国物业管理示范住宅小区”称号

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

拓展新区域，签约面积快速增长。截至2020年第一季度，公司累计总签约项目499个，累计总签约面积6074万平方米，覆盖全国17个省和直辖市，走出杭州，走向全国。

图表 49: 公司累计签约面积及项目个数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

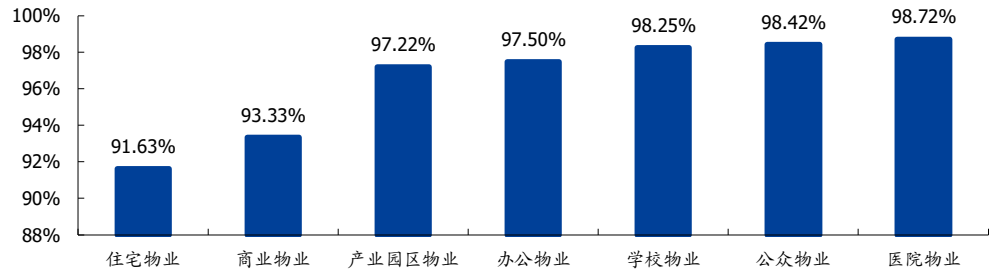
精耕区域市场，强化区位优势。公司按照“3+X”市场拓展战略，已实现覆盖长三角、渤海湾、珠三角和内陆省会等国内主要城市群的占点布局，并成功在杭州、上海、北京、苏州、南京、宁波、无锡、成都、重庆、长沙、郑州、武汉、西安、青岛、济南、广州、

深圳等一二线城市重点开展业务。2020年，公司将着力布局长三角、中部经济发达城市市场，加大各城市新盘、存量盘资源排摸，通过标杆项目建设、品牌推广获取项目机会，强化公司区位优势和品牌影响力，助推规模增长。

3.2 大力开拓非住宅项目

办公楼物业、商业物业项目物业费普遍高于住宅物业费。反映到毛利率上显著高于住宅物业，非住宅物业主要客户为企业客户，企业客户的优势在于物业费提价较住宅提价容易，收缴率也较高。公司非住宅业态的物业费收费标准远高于住宅物业。

图表 50: 2019 年百强企业非住宅业态物业费收缴率高于住宅物业



资料来源: 中国指数研究院, 国盛证券研究所

公司大力开拓非住宅物业项目。2011年起，南都物业与银泰置地签订了华东区战略合作协议，全面进军综合商业物业市场，率先实现了齐全的业态分布与多元化服务体系的建立。公司与阿里巴巴达成战略合作，一方面持续为菜鸟网络金义产业园、菜鸟网络控制中心等众多项目提供物业服务，另一方面为阿里巴巴控股的银泰商业提供物业服务，包括杭州城西银泰城、杭州武林银泰城、海宁银泰城等在内的7个银泰商业项目。

图表 51: 南都物业-写字楼管理项目



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 52: 南都物业-商业管理项目



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 53: 南都物业-产业园区管理项目



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 54: 南都物业-机构类及文旅类管理项目



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司布局长租公寓和酒店, 发挥专业物业管理优势。公司公寓租赁项目由大悦商业负责, 以“产品+互联网+社群”为核心设计理念, 以轻资产模式运营, 包括“群岛系列”服务公寓、国际青年社区、托管公寓等。其中, 服务公寓和国际青年社区为集中式公寓, 托管公寓为分布式公寓。公司凭借对客户了解, 相对于其他长租公寓公司, “群岛”公寓在服务和运营方面可更胜一筹, 投入运营的服务公寓和国际青年社区平均出租率在 95% 以上。2019 年, 公司新增群岛西溪艺术酒店项目, 是一款复合商旅需求、泛艺术爱好者社群交互需求的新产品。2019 年, 公司来自公寓租赁服务的收入为 2,412 万元, 同比增长 17.85%。

图表 55: 群岛品牌矩阵

品牌	项目	定位
群岛服务公寓	江陵路店、糖朝店	高级白领为主, 江陵路店 40-70 平方米, 月租金 3680 元起; 糖朝店 45-60 平方米, 月租金 3700 元起
群岛国际青年社区	JUNGLE 红普路店、JUNGLE 运河店、JUNGLE 欢乐城店	青年毕业生为主, 红普路店月租金 1998 元起; 运河店 30-45 平方米月租金 2999 元起; 欢乐城店 30-60 平方米月租金 1999 元起
群岛托管公寓	群岛·中央公园	对业主空置房屋进行托管、装修并出租, 28-89 平方米, 月租金 1000-4000 元
群岛复合型园区	群岛西溪艺术酒店 (PARK 西溪店)	集合了酒店 HOTEL、公寓 APARTMENT、群岛 CLUB、群岛 SPACE、群岛 LIFE、私宴餐厅、会议厅等复合型功能空间, 258-858 元/晚

资料来源: 群岛会公众号, 国盛证券研究所

3.3 外延并购扩大规模

模式一: 股权收购

南都物业先后并购了采林物业、金枫物业, 快速做大市场规模。

1、控股采林物业 90%股权。2016年12月21日，张志英、陈才林与南都物业签订《股权转让合同》，转让价款分别为2,750万元、2,200万元。2017年1月16日，采林物业完成本次股权转让的工商变更登记，南都物业取得采林物业90%股权，成为采林物业的控股股东。

图表 56: 2017H1 采林物业项目数量、签约面积、单价情况

物业类型	项目 (个)	面积 (平方米)	单价 (元/平方米·月)
住宅	23	4,133,183	1.14
办公	10	390,702	4.95
商业	2	222,517	-*
其他	18	885,621	1.11
合计/平均单价	53	5,632,023	1.23

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所 注: 截至2017年6月30日, 采林物业已签约的2个商业项目中汽豪·梦工厂及远祥生活广场项目均未交付, 因此不计入采林物业在管项目的加权平均价格计算统计中。

采林物业整合效应初显。在2017年里, 采林物业逐步导入物业管理系统、协同办公系统、财务管理系统等公司总部信息化管理工具, 与公司管理体系顺利融合, 成功完成新项目拓展签约以及老项目到期续约工作。多个在管项目获得荣誉表彰, 如“西安市高新区2016年度安全生产工作先进基层单位”、“重庆市巴南区物业良好项目”、“2016年度如皋市住建系统行业管理先进集体”、“第二届‘如城最美’评选最美小区”、“2016年度宿迁市物业服务优秀示范项目”等。

图表 57: 2017-2019 年采林物业财务指标 (万元)

科目	2017年	2018年	2019年
营业收入	8,421.78	9,982.82	10,006.05
净利润	534.27	393.89	461.07

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2、控股金枫物业 70%股权。2018年6月12日, 公司签订了《江苏金枫物业服务有限责任公司之股权转让合同》, 约定受让金枫物业70%股权, 受让对价为10,080万元。2018年6月15日, 金枫物业完成股权转让的工商变更登记, 公司成为金枫物业控股股东。

金枫物业位列百强企业第63位。金枫物业成立于1997年, 是中国物业管理协会会员单位、苏州市物业管理协会理事单位、常熟市物业管理协会会长单位, 列中国指数研究院发布的“2018年中国物业服务百强企业”第63位。管理项目类型包含住宅、写字楼、政府公建、环卫标段等。

图表 58: 2018-2020 年金枫物业财务指标 (万元)

科目	2018年	2019年	2020E*
营业收入	10,649.74	20,674.46	19,326.54
净利润	1,113.42	2,043.00	2,150.73

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所。注: 2020年为金枫物业承诺数据。

南都物业作为上市平台, 具备资金优势,未来可通过增发、债券等多种融资方式募集资金, 为后续并购打好资金基础。

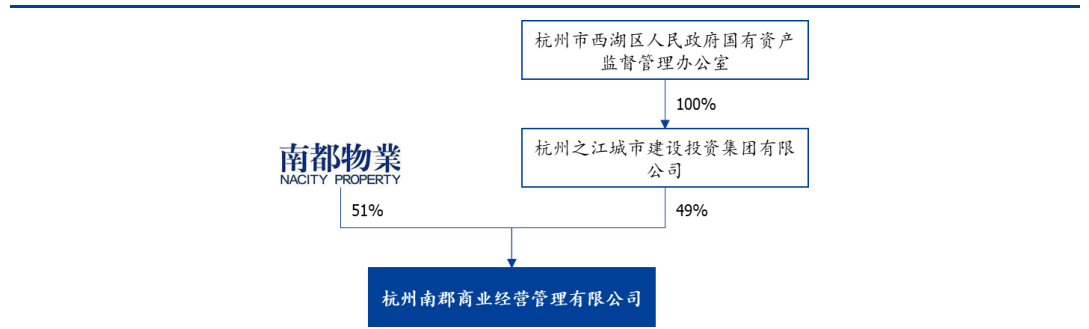
模式二：和国企深度合作，发挥各自优势

南都物业与多家具备国企背景的合作伙伴成立物业子公司，输出优秀的管理能力，有利于项目迅速外拓。

国企的优势是能拿到好的资源，好的物业，好的硬件，但缺乏专业的物业管理能力，公司与合作方可各自发挥优势，强强合作，打造“双赢模式”。

1、与杭州之江城市建设投资集团有限公司签订战略合作协议，合资成立杭州南郡商业经营管理有限公司。双方将共同推进旧城改造等城市空间管理服务项目，2019年进驻首个之江城投集团的项目提供物业服务——之江城投总部大楼；同步进驻部分在建安置房项目的前期物业咨询和工地管理工作。

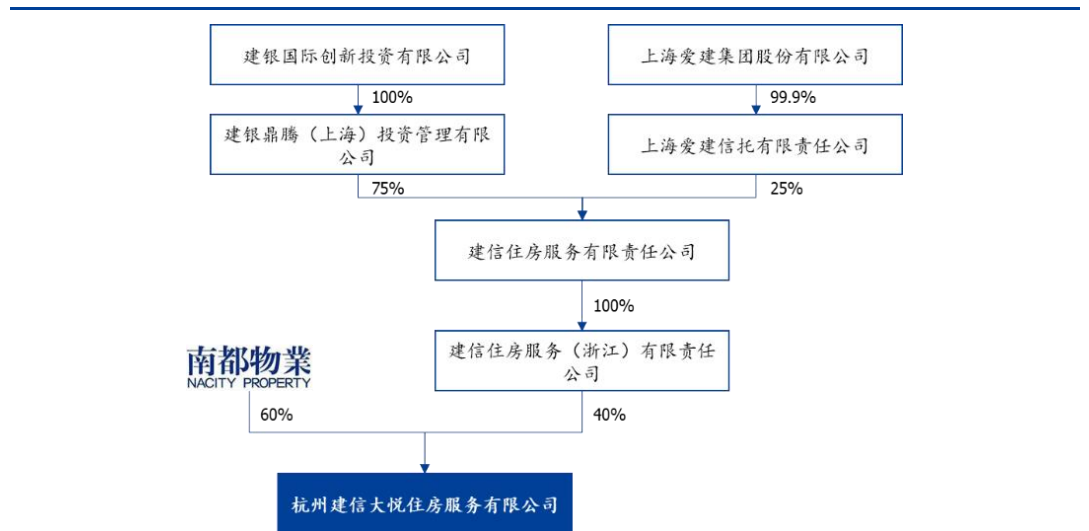
图表 59: 南郡商业股权结构



资料来源：企查查，国盛证券研究所

2、与中国建设银行旗下建信住房服务(浙江)有限责任公司共同组建杭州建信大悦住房服务有限公司。依托建行公租房运营管理系统优势，实施公租房物业管理，共同打造国内最佳、可复制的公租房运营管理系统和运营服务。

图表 60: 建信大悦股权结构



资料来源：企查查，国盛证券研究所

四、多元化增值服务提升盈利能力，智慧服务平台构建生态圈

4.1 拓展增值服务提升盈利能力

为了增强盈利能力，南都物业根据公司自身经营的需要开展增值服务，具体包括家政服务、公共收益、泊位费、维修费、酒店管理、房产中介服务、APP 服务等业务。其中，公司在公共空间提供的增值服务包括充电桩、广告、无人零售等，具体模式为公司向第三方公司开放合作端口，与第三方分成或直接获得补贴。

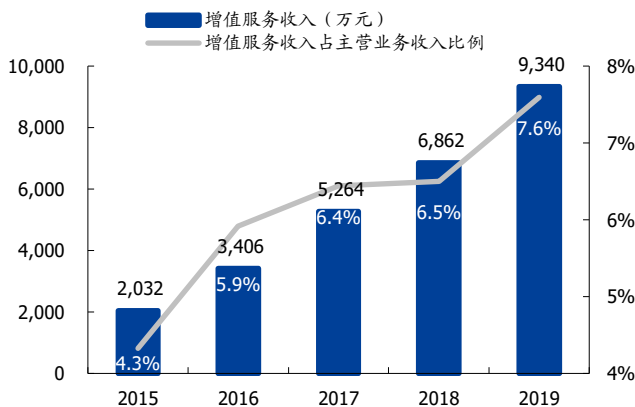
图表 61: 增值服务类别

类别	具体介绍
家政服务	主要由全资子公司乐勤清洁提供，为有需求的业主提供保洁、搬家、外墙清洗等服务，收取相应的费用。
公共收益	公司对属于业主共有的物业管理商业用房，物业共用部位、共用设施设备、业主共用的场地等进行经营管理而产生的收入，按照物业管理合同或公司与业委会签订的协议约定提取一定比例作为公司的报酬，即为公司的公共收益收入。
泊位费	是指小区公共停车位收取的停车费。
维修费	是公司为业主提供入室维修服务收取的费用。
清运费	主要是部分商业项目中餐饮业商铺产生垃圾较多，由公司负责清理，并收取垃圾清理费。
其他	主要是销售 IC 卡和饮用水、装修管理服务费、车位租赁费、验房费及其他零星活动费。
APP 服务	主要系子公司悦都网络研发的智慧社区生活服务平台，用户可通过 APP 购买水果生鲜、食品饮料、粮油米面、进口产品等，公司收取平台交易佣金。

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

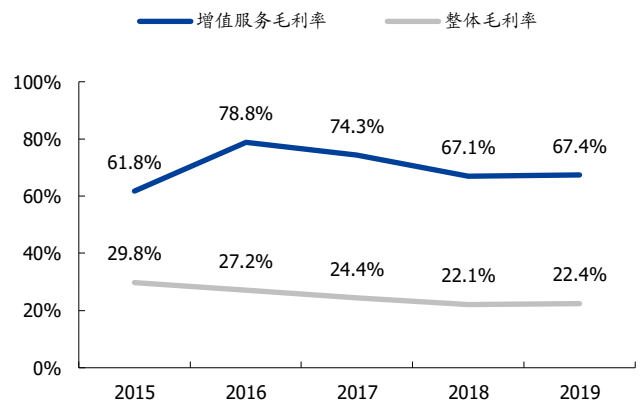
公司增值业务比例不断提高。公司增值服务占主营业务收入的比例从 2015 年的 4.3% 增长到 2019 年的 7.6%。增值服务大部分由公司基础物业服务人员来实施，由于很少需要提供额外的人工，因此增值服务的毛利率较高，并且随着业务量的不断增加，毛利率也会有所上升。

图表 62: 南都物业增值服务收入比重不断提升



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 63: 增值服务毛利率远超过公司毛利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2 构建体验式服务场景，打造智慧服务平台

公司逐步将传统物业服务中心升级为邻里中心，为业主提供了更丰富的活动空间和交互场景，并通过线下邻里中心服务体验与线上悦生活服务平台的在线服务，实现了业主全天候、多类型生活服务响应，该类服务已在杭州地区运行。

图表 64: 南都物业邻里中心



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司为拓展物业管理的服务范围，利用互联网平台为业主提供更加便捷的服务，从 2015 年起即投入资金，由全资子公司悦都网络负责社区 APP 等产品的研发工作，搭建以悦嘉家、悦园区、悦服务三大 APP 为载体，为业主提供多元化、综合性服务的物业服务云平台。

图表 65: 南都物业智慧云服务平台



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1、悦嘉家平台：2017年，悦都网络在产品技术方面，完成对悦嘉家智慧平台的多次系统升级，包括悦购管理、快递代收优化、缴费账单管理、园区 PC 发布、门禁系统改造等，并在 8 大重点研发系统上取得重要成果，包括缴费系统、三方平台接入、智能人行门禁系统、梯控系统、可视对讲系统、访客系统、手机巡更系统和立屏系统等。

通过与互联网结合的方式，优化物业服务，缩短响应时间，提升服务效率，并使服务更精准、更到位，同时创新社区服务类别，接入多种第三方服务，例如家政、幼托、养老、健康、培训等，使得社区服务多样化，业主需求得到全方位满足。

2019年，针对住宅类用户，公司全资子公司悦都网络并协同蚂蚁金服打造了“悦嘉家”支付宝小程序，为业主提供更好的服务。

图表 66: 南都物业悦嘉家 APP 主要功能

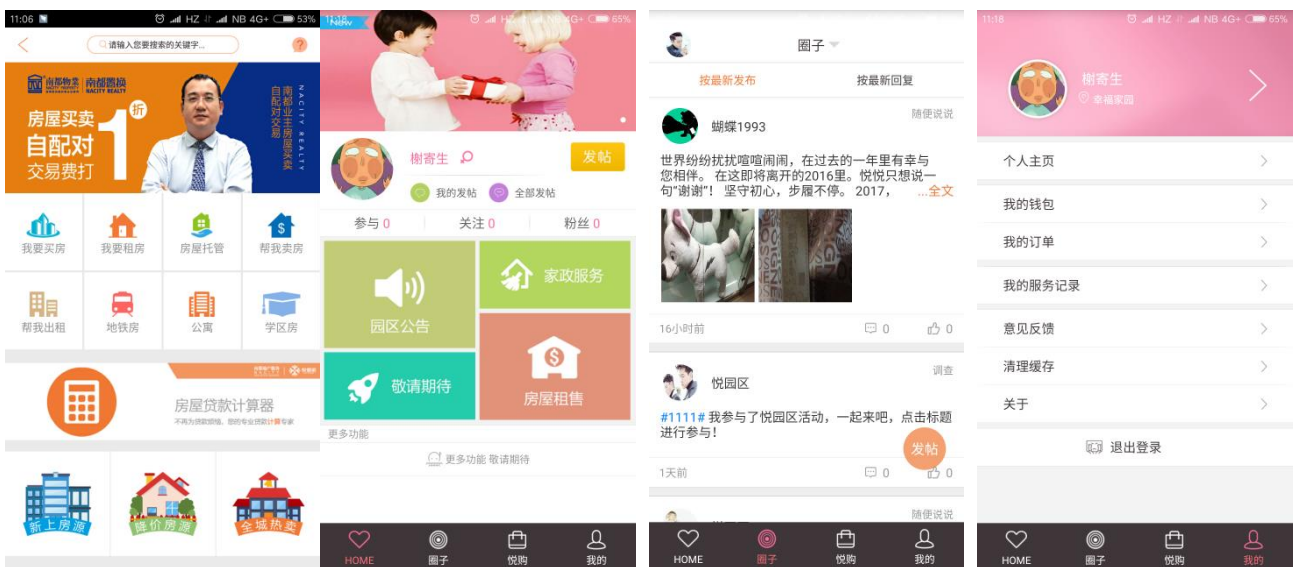


资料来源: 悦嘉家 APP, 国盛证券研究所

2、悦园区平台:“悦园区”致力于为南都物业服务管理的园区项目打造多元化园区生活服务平台，能够让用户在第一时间接收园区最新动态；支持在线报修故障、查看处理进度；在“圈子”板块进行交友和分享；在“悦购”板块享受快速便捷的购物服务。

2019年，针对园区类用户，悦都网络优化“悦园区”的产品，并与公司全资子公司乐勤楼宇的硬件系统相连，使其能更好为办公类楼宇服务。

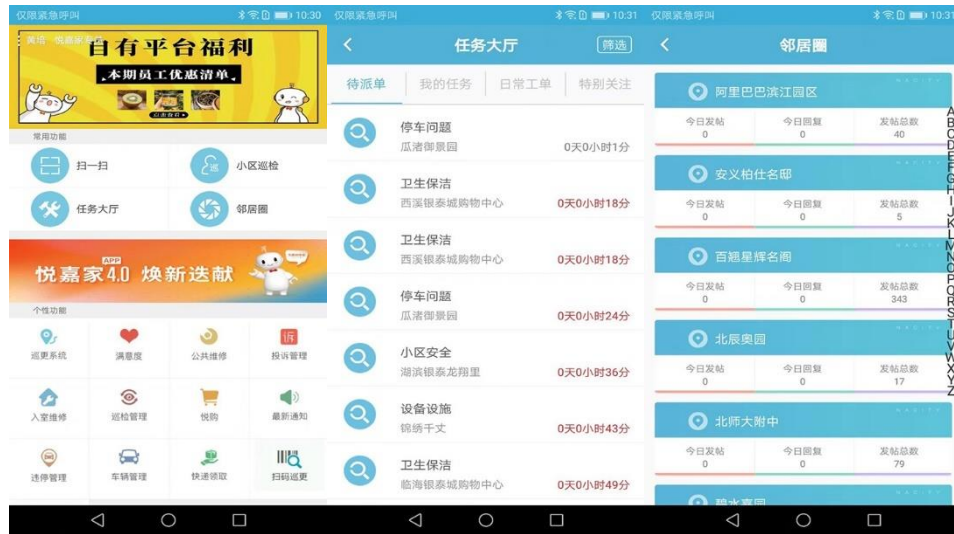
图表 67: 南都物业悦园区 APP 主要功能



资料来源: 悦园区 APP, 国盛证券研究所

3、悦服务平台：针对公司员工，将物业的传统的纸质业务流程进行互联网化操作，实现一键接单等基础功能，同步与BA硬件系统进行连接，完成设备管理系统的打通。

图表 68：南都物业悦服务APP主要功能



资料来源：悦服务APP，国盛证券研究所

五、盈利预测与估值分析

5.1 分业务盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 14.01 亿元、16.07 亿元、18.38 亿元，归母净利润 1.36 亿元、1.68 亿元、1.98 亿元。其中物业管理服务保持稳定增长趋势，预计 2018-2020 年包干制物业管理服务收入分别为 10.85 亿元、12.26 亿元、13.73 亿元，由于人员成本上涨，预计毛利率有所下降，分别为 17.50%、17.30%、17.00%。随着公司物业在管面积持续增长，增值服务业务收入维持高增长趋势，预计 2020-2022 年该部分营业收入分别为 1.26 亿元、1.64 亿元、2.13 亿元。随着公司公寓项目持续推进，预计 2020-2022 年该部分营业收入分别为 2,773.90 万元、3,051.29 万元、3,356.42 万元，毛利率水平会有所回升。

图表 69：包干制物业管理服务收入预测（万元）

包干制物业管理服务	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	45,480.14	66,720.59	86,814.45	98,614.25	108,475.68	122,577.51	137,286.82
yoy	13.01%	46.70%	30.12%	13.59%	10.00%	13.00%	12.00%
毛利率	22.54%	19.49%	18.12%	18.61%	17.50%	17.30%	17.00%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 70: 增值服务收入预测 (万元)

增值服务	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,406.07	5,264.08	6,861.69	9,340.12	12,609.16	16,391.91	21,309.48
yoy	67.62%	54.55%	30.35%	36.12%	35.00%	30.00%	30.00%
毛利率	78.82%	74.32%	67.08%	67.36%	67.00%	66.50%	66.00%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 71: 公寓租赁服务收入预测 (万元)

公寓租赁服务	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入			2,046.71	2,412.09	2,773.90	3,051.29	3,356.42
yoy				17.85%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率			2.58%	-35.73%	-30.00%	-20.00%	5.00%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

5.2 估值分析

目前,大量的物业公司在 A 股、港股以及新三板上市,新三板由于大多数没有成交价难以形成有效估值,我们取 A 股与港股物业公司平均估值,可比物业公司 2020 年 P/E 估值为 37 倍。我们认为南都物业具有品牌力,大力拓展非住宅物业项目、增值服务项目,外延并购扩大规模,与可比公司相比,公司估值偏低,具有较高成长性,给予公司 2020 年目标价 35.70 元,对应 35 倍估值,调高至“买入”评级。

图表 72: 可比公司估值

股票代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)						P/E						总市值 (亿元)
			17A	18A	19A	20E	21E	22E	17A	18A	19A	20E	21E	22E	
001914.SZ	招商积余	35.60	0.14	0.81	0.27	0.59	0.82	1.08	251	44	132	60	44	33	377
002968.SZ	新大正	60.24	0.66	0.82	0.97	1.24	1.59	2.04	92	73	62	49	38	30	65
6098.HK	碧桂园服务	36.30	0.15	0.34	0.61	0.81	1.12	1.50	249	108	60	45	32	24	1,000
3319.HK	雅生活服务	41.50	0.22	0.60	0.92	1.29	1.66	2.05	191	69	45	32	25	20	553
6049.HK	保利物业	87.50	0.41	0.61	0.89	1.31	1.80	2.52	215	144	99	67	49	35	484
2869.HK	绿城服务	10.34	0.13	0.16	0.16	0.21	0.28	0.35	79	63	64	49	37	30	305
2669.HK	中海物业	8.77	0.09	0.12	0.16	0.21	0.28	0.34	94	72	54	41	32	26	288
1995.HK	永升生活服务	12.16	0.05	0.07	0.15	0.24	0.37	0.55	244	186	83	51	33	22	187
1755.HK	新城悦服务	19.40	0.09	0.18	0.34	0.50	0.72	0.98	216	106	56	39	27	20	159
9909.HK	宝龙商业	15.50	0.13	0.21	0.29	0.42	0.60	0.88	123	72	54	37	26	18	96
9928.HK	时代邻里	9.00	0.04	0.07	0.11	0.25	0.42	0.63	242	129	85	36	21	14	82
3662.HK	奥园健康	8.60	0.10	0.11	0.22	0.35	0.47	0.61	90	80	38	25	18	14	62
1778.HK	彩生活	3.48	0.23	0.34	0.35	0.39	0.43	-	15	10	10	9	8	-	50
2168.HK	佳兆业美好	33.00	0.51	0.39	1.17	1.52	2.14	-	65	85	28	22	15	-	46
3316.HK	滨江服务	12.32	0.21	0.25	0.41	0.58	0.75	-	60	49	30	21	16	-	34
1538.HK	中奥到家	0.56	0.11	0.12	0.13	0.15	0.19	-	5	5	4	4	3	-	5
	可比公司平均								139	81	56	37	27	24	
603506.SH	南都物业	26.70	0.56	0.68	0.85	1.02	1.25	1.47	48	39	31	26	21	18	36

资料来源: wind, 国盛证券研究所。注: 可比物业公司盈利预测取 wind 一致预期, 市值、股价、EPS 均为原始货币, 股价为 2020-05-29 收盘价

风险提示

劳务成本上涨风险。公司主营业务成本主要以人工成本为主，随着公司业务规模不断扩大，员工数量增长的同时，员工平均工资亦有所上涨。未来仍存在人力成本上升对公司的盈利水平造成不利影响的可能。

未能全部收回物业费风险。存在部分物业费无法收回的情形，包括：业主多年联系不上、业主长期未收房、业主因房屋质量等方面原因多年欠缴物业费情形。虽然公司采取了积极的收款政策，但仍存在未能全部收回物业费的风险。

市场竞争加剧风险。随着市场的竞争日趋激烈，物业业主对物业服务的选择权增加，在未来的市场竞争中仍存在一定的竞争风险。

房地产调控风险。国家对房地产行业持续调控，影响到房地产竣工面积，存在着一定风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com