

买入 (首次)

目标价: 32.0 港元

现价: 24.85 港元

预期升幅: 29%

1755.HK 新城悦服务

储备充足, 拓展积极, 高速增长

2020年8月5日

市场数据

日期	2020.8.4
收盘价(港元)	24.85
总股本(亿股)	8.18
总市值(亿港元)	203
总资产(亿元)	22.0
净资产(亿元)	9.7
每股净资产(元)	1.19

数据来源: Wind

相关报告

- 《业绩增长强劲, 释放增值服务潜力》20200318
- 《在管面积高增长, 提质增效稳利润》20190825
- 《FY2018 业绩符合预期, 未来增长潜力充足》20190323

海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SAC: S0190118010135

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,024	3,235	4,995	7,243
同比增长(%)	72.5	59.8	54.4	45.0
归母净利润(百万元)	282	425	670	1,007
同比增长(%)	85.3	50.6	57.7	50.3
毛利率(%)	29.6	30.6	31.5	32.4
归母净利润率(%)	13.9	13.1	13.4	13.9
净资产收益率(%)	30.5	37.4	45.5	51.0
每股收益(元)	0.34	0.52	0.82	1.23
每股股息(元)	0.18	0.26	0.41	0.62

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **首次评级覆盖给予“买入”评级, 目标价 32 港元:** 物管行业正处在快速扩张期, 持续享受规模红利。当前公司已覆盖全国 105 个大中城市, 逐步向二三线城市发力, 关联方新城控股的土储与销售充足, 物管品牌实力将为第三方外拓与增值服务持续赋能。基于公司清晰的关联方交付计划、明确的三年规划及高效执行能力, 我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 32.4、50.0、72.4 亿元人民币, 分别同比增长 59.8%、54.4%及 45.0%, 净利润分别为 4.3、6.7、10.1 亿元人民币, 分别同比增长 50.6%、57.7%和 50.3%。首次评级覆盖给予“买入”评级, 目标价 32 港元, 对应 2020-2022 年分别 55、35、23 倍 PE, 较 2020 年 8 月 4 日收盘价有 29% 上升空间。
- **储备充足, 在管规模加速扩张:** 背靠新城控股, 公司拥有充足的储备项目, 合约在管比维持在 2.54 的较高水平, 2015-2019 年在管面积复合增长率达到 33%。通过内生+外延并购, 2019 年第三方项目占比达到 29%, 非住宅业态占比也将提升, 预计 2019-2022 年在管面积的复合增速将超过 50%。
- **积极拓展, 开发多种增值服务:** 公司开发了多类型的增值服务, 在常规的开发商相关服务和社区相关服务以外, 还增加了智慧园区服务, 2019 年增值服务的营收占比已经达到 58%, 毛利占比达到 60%。
- **激励丰厚, 管理层执行力强大:** 公司秉承职业经理人制度, 主要管理层具有丰富的行业经验, 发放高行权条件股权激励彰显管理层决心与执行力。2019 年公司加大拓展力度, 第三方拓展团队增加 1 倍, 年内新增 1010 万方第三方面积, 其中 70% 为新项目。同时收并购也积极推进, 年内落地的收并购使公司进入商管领域, 在管业态进一步丰富。

风险提示: 业务扩张和收购不及预期; 物业管理费提价受阻; 收缴率不及预期; 增值业务拓展不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

BUY

(Initiate)

Property Management

S-Enjoy Services (1755.HK)

Sufficient Reserves, Active Expansion, Rapid Growth

8/5/2020

Key Data

Aug. 4, 2020

Closing Price (HKD)	24.85
Total Shares (100Mn)	8.18
Market Cap(HKD/100 Mn)	203
Total Assets (RMB/100 Mn)	22.0
Net Assets (RMB/100 Mn)	9.7
BVPS(RMB)	1.19

Analyst**Jian SONG**

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

Contact**Jingru SONG**

songjingru@xyzq.com.cn

SAC: S0190118010135

Key Financial Indicators

CY	2019A	2020E	2021E	2022E
Revenue (Mn/RMB)	2,024	3,235	4,995	7,243
YoY (%)	72.5	59.8	54.4	45.0
Net Profit Attributed to Shareholders (Mn/RMB)	282	425	670	1,007
YoY (%)	85.3	50.6	57.7	50.3
Gross Margin (%)	29.6	30.6	31.5	32.4
Attributed Net Profit Margin (%)	13.9	13.1	13.4	13.9
ROE (%)	30.5	37.4	45.5	51.0
EPS (RMB)	0.34	0.52	0.82	1.23
Dividend per share(RMB)	0.18	0.26	0.41	0.62

Highlights

Initial cover with "Buy" rating, TP HK \$32: Property management industry is in a period of rapid expansion and continues to enjoy scale dividend. At present, the company has covered 105 large and medium-sized cities in China, and is gradually making efforts to the 2-3 tier cities. Backed by Seazen's sufficient landbank and sales, S-Enjoy will continue to empower the third-party external expansion and value-added services. Based on the company's three-year plan on delivery and efficient execution ability, we predict that the company's revenue in 2020-2022 to be 3.235 billion RMB, 4.995 billion RMB and 7.243 billion RMB, respectively, YOY growth of 59.8%, 54.4% and 45.0%, and the attributed net profit of RMB 425 million RMB, 670 million RMB and 1 billion RMB respectively, with a YOY growth of 50.6%, 57.7% and 50.3%. Initial cover with "Buy" rating, TP HK \$32, corresponding to 55, 35 and 23 times PE in 2020-2022, respectively, which has 29% upside compared with the closing price on Aug 4th, 2020.

Sufficient contract area and rapid improvement of property management services: the company takes root in the Yangtze River Delta, accounting for 80.8% of the company's total area under management in 2019, with the proportion gradually decreasing but still maintaining a high level. Backed by Seazen Holding, the company's contract to management ratio is maintained at a high level of 2.54, and the track record is strong with a CAGR of 33% in contract area and 50% in revenue from 2015 to 2019.

Actively expand and develop a variety of value-added services: in 2019, the average property management fee of the company is 1.8 RMB/ sqm per month. It is expected that the average property management fee will gradually increase in the next three years. The gross profit margin side is expected to remain stable, and the building age within five years account for more than 60.0% in 2019. By the end of 2019, the gross profit rate of the company's property management area has reached 28.5%, with a year-on-year increase of 0.7 percentage points.

High executive power, strong incentive plan: in 2019, the company increased its expansion efforts, and doubled the third-party development team, lead to 10.1 million sqm of third-party area added in the year, of which 70% are new projects. By the end of 2019, value-added services accounted for 58.1% of the total revenue, and the categories were constantly enriched. The company adheres to the professional and experienced manager system, and the share options given are with high exercise conditions, show the determination and execution of the management.

Potential risks: 1) Business expansion and M&A lower than expected; 2) Property management fee increase blocked; 3) Property management fee collection rate decreased; 4) VAS promotion lower than expected.

目 录

1、公司概况	- 5 -
1.1、公司发展历程	- 5 -
1.2、职业经理人制度，丰厚激励机制	- 7 -
2、背靠新城，高速发展	- 9 -
2.1、背靠关联方新城，长三角为基高速扩张	- 9 -
2.2、定位中高端业主，掘金二三线城市蓝海	- 12 -
2.3、布局第三方外拓，探索多业态发展方向	- 15 -
3、增值服务高速成长	- 16 -
4、财务状况	- 19 -
5、盈利预测及估值	- 22 -
6、风险提示	- 24 -

图 表

图 1、公司的发展历程	- 5 -
图 2、新城悦的业务布局	- 6 -
图 3、公司历年物业管理面积	- 6 -
图 4、公司的历年营业收入	- 6 -
图 5、公司物业管理面积分布	- 7 -
图 6、公司历年物业管理收入来源拆分	- 7 -
图 7、公司上市后股权架构	- 8 -
图 8、公司历年合约面积来源	- 9 -
图 9、公司历年在管面积及来源	- 9 -
图 10、新城控股合约销售收入保持高速增长	- 9 -
图 11、新城控股合约销售面积快速提升	- 9 -
图 12、新城控股业务版图	- 11 -
图 13、部分地产公司土储建面排名（2019 年末）	- 11 -
图 14、物业管理百强及十强企业集中度	- 11 -
图 15、在管及合约面积	- 12 -
图 16、物管费水平	- 12 -
图 17、公司平均物业管理费水平头部企业中等	- 12 -
图 18、公司平均物业管理费预计将逐步提升	- 12 -
图 19、新城发展控股土储集中在二三线城市	- 13 -
图 20、近两年来新城发展控股拿地向下线城市倾斜	- 13 -
图 21、新城发展控股拿地逐步向长三角外地区倾斜	- 13 -
图 22、长三角外百强企业集中度有大幅提升空间	- 13 -
图 23、公司在管面积楼龄分布（截至 2019 年）	- 14 -
图 24、公司基础物管毛利率	- 14 -
图 25、公司物业管理收入按业态划分	- 14 -
图 26、物业管理面积按照业态划分	- 14 -
图 27、公司第三方合约面积及同比增长	- 15 -
图 28、公司第三方在管面积及同比增长	- 15 -
图 29、各项增值服务历年占总收入比重	- 16 -
图 30、各项增值服务历年占毛利润比重	- 16 -
图 31、物业开发商相关服务历年毛利润增长	- 17 -

图 32、	物业开发商相关服务历年毛利率走势.....	- 17 -
图 33、	社区增值服务历年毛利润增长.....	- 17 -
图 34、	社区增值服务历年毛利率走势.....	- 17 -
图 35、	智慧园区服务历年毛利润增长.....	- 18 -
图 36、	智慧园区服务历年毛利率走势.....	- 18 -
图 37、	营业收入.....	- 19 -
图 38、	营收占比.....	- 19 -
图 39、	分部毛利率.....	- 19 -
图 40、	毛利占比.....	- 19 -
图 41、	毛利润及同比增长.....	- 20 -
图 42、	归母净利润及同比增长.....	- 20 -
图 43、	三费率与有效税率.....	- 20 -
图 44、	毛利率与归母净利率.....	- 20 -
图 45、	ROA 与 ROE.....	- 21 -
图 46、	ROE 分析.....	- 21 -
图 47、	现金及等价物.....	- 21 -
图 48、	应收账款及周转.....	- 21 -
表 1、	员工激励机制.....	- 7 -
表 2、	购股权及奖励股份的归属条件.....	- 8 -
表 3、	2015-2019 年中国房地产 TOP30 销售面积排名.....	- 10 -
表 4、	诚悦时代代表项目.....	- 15 -
表 5、	公司增值服务类型划分.....	- 16 -
表 6、	盈利预测表.....	- 22 -
表 7、	行业估值表（截至 2020 年 8 月 4 日）.....	- 23 -
表 8、	DDM 估值假设.....	- 23 -
表 9、	DDM 估值参考结论.....	- 23 -
附表	- 25 -

报告正文

1、公司概况

新城悦服务集团(以下简称“**新城悦**”)是中国业内快速成长的物业服务供应商,经过 24 年的稳健发展,截至 2019 年末公司业务已覆盖全国 25 个省份,拥有 255 个在管项目,服务的物业类型涵盖住宅、写字楼、多用途综合体、工厂、公园及技术产业园等各类项目,管理面积超过 6015 万平米。

1.1、公司发展历程

新城悦成立于 1996 年,是中国业内快速成长的物业服务供应商,除物业管理服务外,还提供包括物业开发商相关服务、社区相关服务及智慧园区服务等多元业务。公司最早依托于新城控股,而目前已成长为较为独立的物业服务公司,服务客户范围广泛。经过 23 年的稳健发展,公司业务已覆盖全国 25 省,拥有 255 个在管项目,服务的物业类型涵盖住宅、写字楼、多用途综合体、工厂、公园及技术产业园等各类项目。

根据中国指数研究院进行的市场调研和评估,公司在 2015-2019 年分别获得中国物业服务百强企业第 23、24、19、16、11 名的奖项,排名不断提升,并于 2016-2019 年分别位列按增长计物业服务百强企业第 6、6、7、3 位。

图 1、公司的发展历程



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

公司提供多元化的服务,主要分为物业管理服务及增值服务两类服务,其中增值服务又包括三类服务:物业开发商相关服务、社区相关服务及智慧园区服务。

其中, **物业管理服务**包括:物业及设备维护、保安服务、清洁服务、园艺服务、公共区域维护及其他物业管理相关服务。物业管理服务所管理的物业组合包括住宅物业及非住宅物业(包括写字楼、多用途综合体、工厂、公园及技术产业园)。

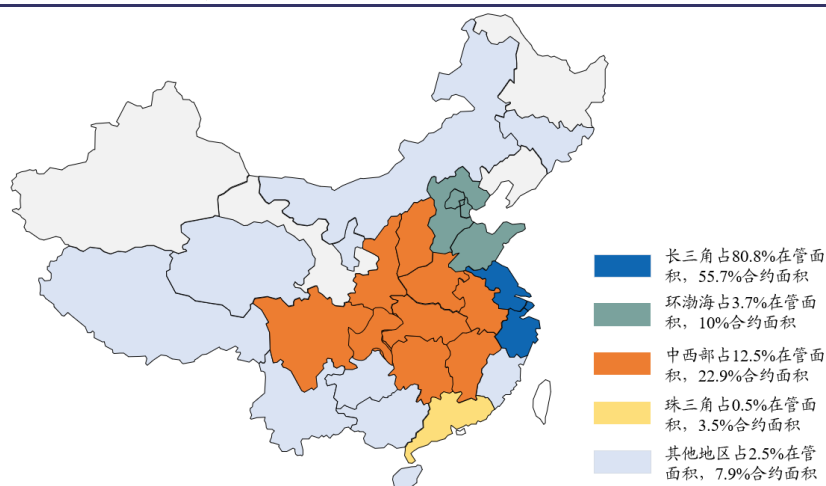
物业开发商相关服务包括案场销售协助及咨询服务。案场销售协助服务包括提供现场及样板房清洁、保安巡查及维护、停车、接待及指引服务,以及为潜在业主组织服务活动等。咨询服务包括物业开发期间的设计咨询、现场验收及服务,物业交付前的详细验收服务,质保期内的物业维护与物业开发商联络及协调服务。

社区相关服务包括信息服务、社区便利服务及公共资源管理服务。信息服务为通过一站式信息服务平台新橙社APP向业主及租户提供有关在线购物、家用电器清洁及维护以及旅游信息的在线信息服务，并提供室内装饰及装修等的线下信息服务。社区便利服务包括市内保养服务、安全通行卡及门禁卡销售及其他单点服务。公共资源管理服务包括经营及管理业主授权的公共区域，如出租广告区域。

智慧园区服务包括向物业开发商及物业项目提供电梯及智能保安设备的专业工程及维护服务。

截至 2019 年底，公司总在管合同建筑面积达到 6015 万平米，覆盖中国 25 个省份，在管 255 个项目。

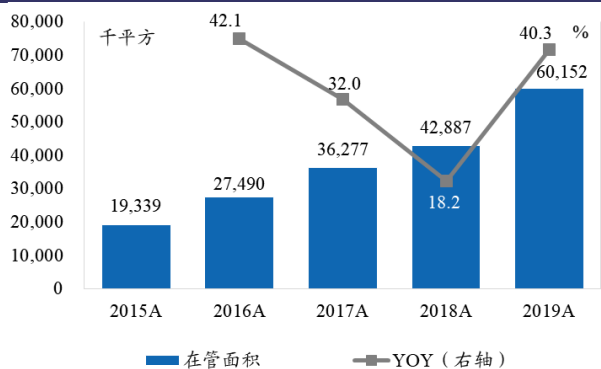
图 2、新城悦的业务布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

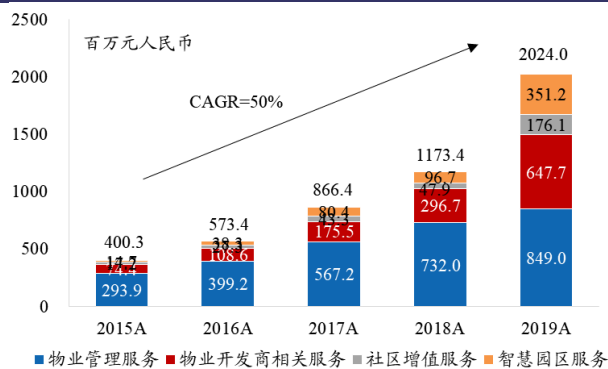
成长性强的物业管理服务商，在管面积快速增长：公司的在管面积快速增长，从 2015 年的 1930 万平米增长至 2019 年的 6015 万平米，年复合增长率达到 33%。公司储备的物业面积超过 1.5 亿平米，未来将陆续转变成在管面积，业绩增长有保障。公司的营业收入也从 2015 年的 4.0 亿元增长至 2019 年的 20.2 亿元，年复合增长率达到 50%。

图 3、公司历年物业管理面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

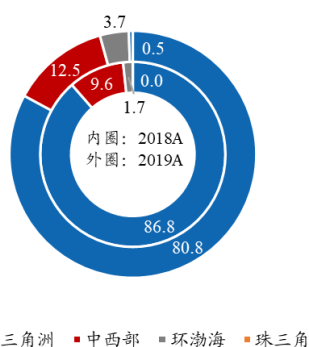
图 4、公司的历年营业收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

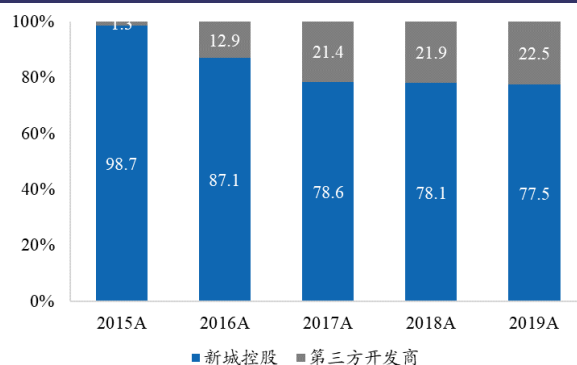
扎根长三角地区背靠新城，第三方物管占比不断提升：公司在管面积主要分布在长江三角洲地区，2019 财年长三角地区在管面积占公司总在管面积 80.8%，占比逐渐下降但仍保持高位，中西部地区的物管面积占比也自 2015 年 4.1% 提升至 2019 年 12.5%，成为扩张新方向。公司背靠新城发展控股，但第三方开发商所占比例不断上升，2019 财年来自新城控股及第三方开发商的物业管理收入分别占比 77.5% 及 22.5%。

图 5、公司物业管理面积分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司历年物业管理收入来源拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、职业经理人制度，丰厚激励机制

公司秉承职业经理人制度，主要管理层具有丰富的行业经验，对物业管理服务有深刻的理解。董事长、首席执行官兼总经理戚小明拥有逾 17 年房地产开发及相关行业经验，负责集团整体战略规划及运营管理；执行董事吴倩倩负责集团品质管控，拥有近 8 年物业管理行业经验及逾 12 年房地产开发及相关经验；执行董事兰子勇负责集团日常运营、行政及人力资源管理，拥有逾 9 年物业管理行业经验；非执行董事吕小平、陆忠明负责指导集团发展，均拥有 18 年房地产开发及相关行业经验，并分别为新城发展及新城控股董事、新城发展副总裁。

公司推出一系列员工激励体系，包括面向中高层管理人员的股权激励，面向城市公司及各业务单元的专项激励机制，以及面向项目群的项目合伙人激励机制等。

表 1、员工激励机制

激励机制	针对人群	具体内容
股权激励机制	中高层管理人员	购股权计划：公司向 32 位管理层授出 1600 万份购股权，行权价为每股股份 6.18 港元。 股份奖励计划：公司委托受托人从公开市场购入 1000 万股股份，总代价约为 1.03 亿元人民币。
专项激励机制	城市公司及各业务单元	以客户满意度为核心，以战略布局为基础的第三方外拓为增量，以及以面向业主的永续性的服务为增值，并据此制定激励计划。
项目合伙人激励机制	项目一线管理人员	以业绩为基础、满意度为杠杆，与一线管理团队分享他们达成的项目利润（+320%）和满意度（+6 分）成果。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

高激励制度，高行权条件：2020年6月30日，公司董事会决议根据公司于2018年10月20日采纳的购股权计划，向公司10名雇员（购股权承授人）授出合共296万份购股权，以行权价每股股份19.90港元认购公司股本中296万股每股面值0.01美元的股份，约占2020年6月30日公司已发行股本总额的0.36%。

2020年6月30日，董事会进一步决议根据公司于2019年11月15日采纳的股份奖励计划向公司3名董事及11名雇员（股份奖励承授人）授出合共500万股奖励股份，而股份奖励承授人须支付每股奖励股份9.95港元的授出价，占公司于公告日已发行股本总额的约0.61%。

购股权及奖励股份的归属条件为归母净利润2020年同比增长40%以上，2021年较2019年增长120%以上，2022年较2019年增长230%以上，分批发放。

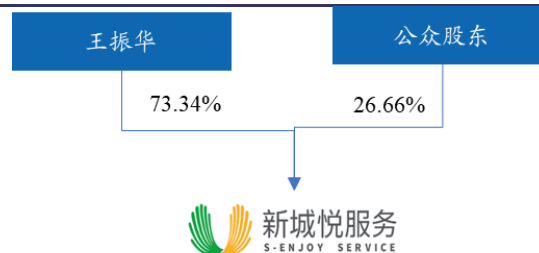
表2、购股权及奖励股份的归属条件

购股权数目	归属日期	归属条件
30%的购股权/奖励股份	2021年6月30日	截至2020年12月31日止年度与截至2019年12月31日止年度公司权益股东应占净利润相比，增幅至少40%及年度个人表现至少达致“合格”等级
30%的购股权/奖励股份	2022年6月30日	截至2021年12月31日止年度与截至2019年12月31日止年度公司权益股东应占净利润相比，增幅至少120%及年度个人表现至少达致“合格”等级
40%的购股权/奖励股份	2023年6月30日	截至2022年12月31日止年度与截至2019年12月31日止年度公司权益股东应占净利润相比，增幅至少230%及年度个人表现至少达致“合格”等级

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的大股东及实际控制人为王振华先生，王先生通过Hua Sheng信托间接持有上市公司73.17%股权，其余26.83%股权由公众股东持有。王先生是公司非执行董事，同时系新城集团创始人，毕业于长江商学院，拥有逾22年房地产开发及物业管理行业经验。

图7、公司上市后股权架构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、背靠新城，高速发展

2.1、背靠关联方新城，长三角为基高速扩张

背靠新城集团，在管面积增长有保障：截至 2019 年年底，公司在管面积达到 0.6 亿平方米，同比增长 40.3%，新城系在管面积贡献度为 71.1%；合约面积达到 1.53 亿平方米，同比增长 36.2%，新城系合约面积贡献度为 78.1%。

图 8、公司历年合约面积来源

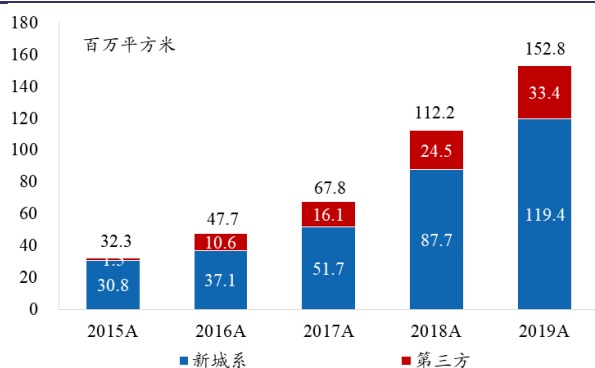
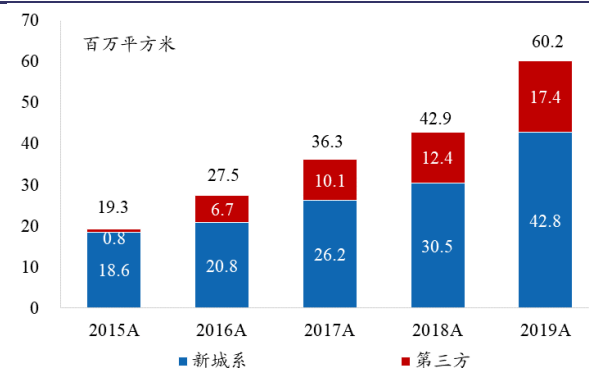


图 9、公司历年在管面积及来源



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

关联方新城控股销售面积实现高速增长：新城控股合约销售收入依旧保持高速增长，2019 年新城控股合约销售收入达 2708 亿元人民币，同比增长 22.5%。2019 年新城控股合约销售面积达到 2432 万平方米，实现同比 34.2% 的高速增长。

图 10、新城控股合约销售收入保持高速增长

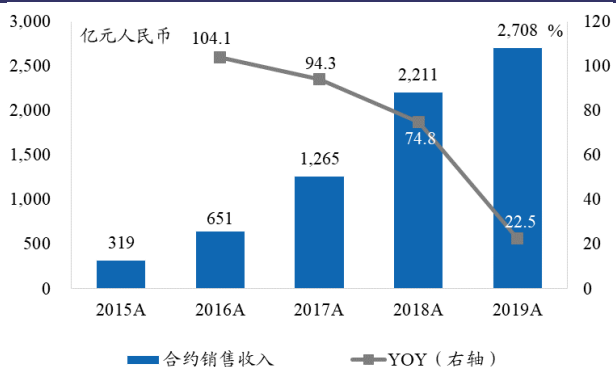
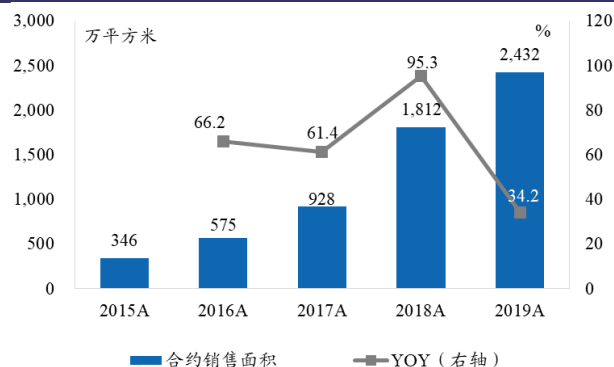


图 11、新城控股合约销售面积快速提升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

新城控股过往销售面积排名逐步提升，为公司发展提供稳固基石：新城控股销售面积在 2015-2019 年稳居中国房地产企业前 30 名，并于这 4 年间排名稳步提升，在 2019 年居于第 7 位。

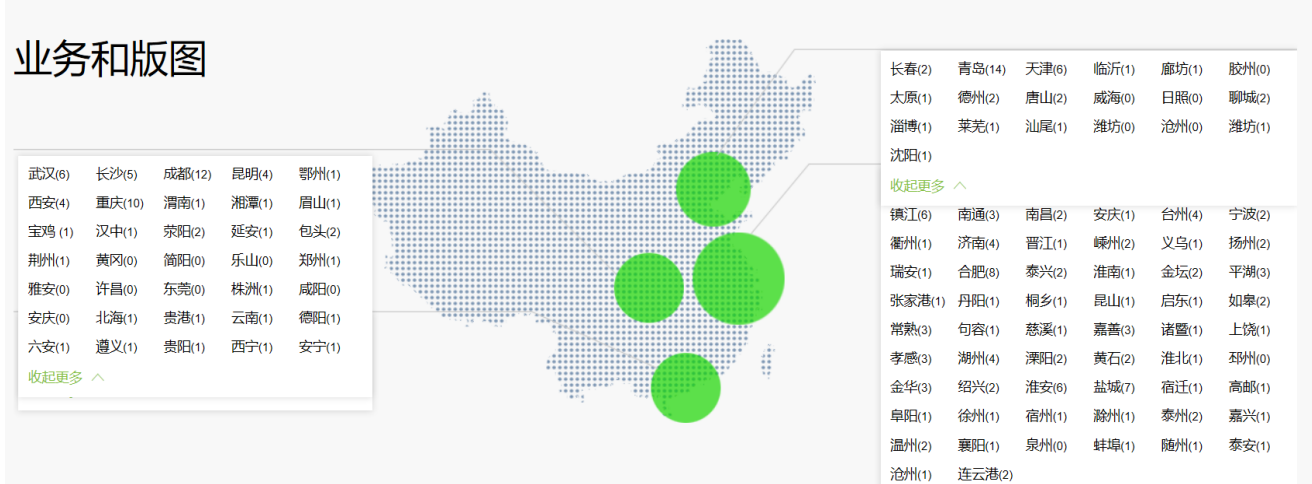
表3、2015-2019年中国房地产TOP30销售面积排名

	2015年TOP30	销售面积(万方)	2016年TOP30	销售面积(万方)	2017年TOP30	销售面积(万方)	2018年TOP30	销售面积(万方)	2019年TOP30	销售面积(万方)
1	恒大地产	2628.6	中国恒大	4467.6	碧桂园	6016.2	碧桂园	7730.7	碧桂园	8630.3
2	碧桂园	2182.8	碧桂园	3782.7	中国恒大	5162.1	中国恒大	5239.5	中国恒大	5990.9
3	万科地产	2094.9	万科地产	2756	万科地产	3519.8	万科地产	4015.6	万科地产	4035.9
4	绿地集团	1820	绿地集团	2015.4	绿地控股	2463.1	绿地控股	3574.5	融创中国	3808.5
5	万达集团	1574.8	保利地产	1664.6	保利地产	2287.7	融创中国	3020.4	绿地控股	3420.0
6	中海地产	1285.9	中海地产	1335.8	融创中国	2144.5	保利发展	2715.3	保利发展	3124.3
7	保利地产	1160.5	万达集团	1221	中海地产	1475.4	新城控股	1791.2	新城控股	2436.9
8	华润置地	668.9	华夏幸福	975.2	龙湖地产	1023.4	中海地产	1630.7	金科股份	1968.9
9	华夏幸福	665	华润置地	780.6	华夏幸福	988	华夏幸福	1538.9	中海地产	1787.1
10	荣盛发展	577.9	融创中国	726.7	华润置地	968.1	金科集团	1498.7	阳光城	1705.7
11	世茂房地产	554.8	金科集团	694.9	新城控股	896.2	中梁控股	1297.1	中梁控股	1582.3
12	雅居乐	493.7	金地集团	665.9	金科集团	887.3	龙湖集团	1245.9	中南置地	1550.4
13	金科集团	455.8	绿城中国	624.5	万达集团	864	阳光城	1238.9	建业地产	1510.7
14	金地集团	455.1	荣盛发展	606.7	中南置地	855.3	华润置地	1205.9	世茂房地产	1470.6
15	龙湖地产	431	新城控股	594.9	绿城中国	818.5	中南置地	1158.4	龙湖集团	1432.0
16	富力地产	410	龙湖地产	594.2	金地集团	756.3	富力地产	1094.1	华润置地	1367.0
17	绿城中国	394.5	雅居乐	540.7	雅居乐	718.4	建业地产	1066.5	华夏幸福	1366.8
18	中国铁建	383.4	富力地产	491.7	蓝光发展	713.1	世茂房地产	1065.6	富力地产	1360.9
19	融创中国	357.8	世茂房地产	491.6	荣盛发展	690.5	旭辉集团	1029.3	蓝光发展	1285.7
20	中国中铁	356.6	鲁能集团	475	富力地产	676.1	蓝光发展	1025.6	旭辉控股	1261.0
21	招商蛇口	356.3	招商蛇口	468.7	鲁能集团	662.7	荣盛发展	992.7	中国奥园	1178.5
22	新城控股	351	中南集团	450.6	阳光城	659.4	正荣集团	907.2	荣盛发展	1149.9
23	远洋地产	340	中国铁建	420.1	中梁地产	623	金地集团	866	招商蛇口	1130.0
24	建业地产	296.8	旭辉集团	369.1	旭辉集团	621.8	奥园集团	818.9	金地集团	1077.5
25	中南集团	279.1	中国中铁	354.1	世茂房地产	604.9	招商蛇口	815.3	祥生地产	1076.3
26	龙光集团	271.6	阳光城	353.1	建业地产	590.9	绿城中国	813.6	正荣集团	1058.6
27	首创置业	261.3	中天城投	324.8	招商蛇口	554.6	美的置业	800.6	绿城中国	1055.7
28	保利置业	260.2	龙光集团	320.1	正荣集团	519.1	雅居乐	796.1	美的置业	1011.7
29	正荣集团	235	隆基泰和	314.2	中国铁建	510.8	祥生地产	743.7	雅居乐	893.7
30	中天城投	231.5	蓝光实业	313.8	祥生地产	499.9	佳源集团	640.1	中国金茂	748.4

资料来源：克而瑞咨询，观点指数研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

新城控股项目广泛分布长三角等地区，覆盖城市充足：新城控股住宅地产开发业务广泛分布在长三角、环渤海、中西部、粤港澳大湾区等地区。截至2019年末，新城控股已进入全国105个大中城市。

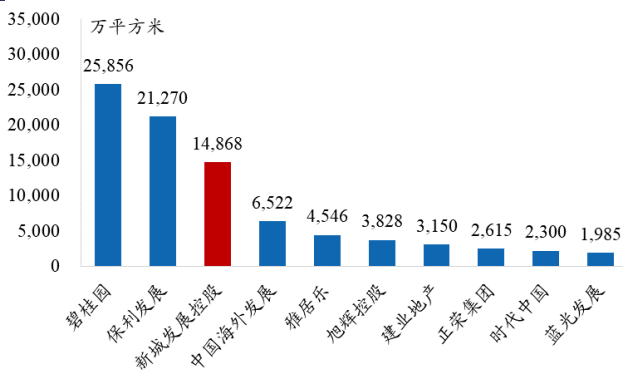
图 12、新城控股业务版图



资料来源：新城控股官网，兴业证券经济与金融研究院整理

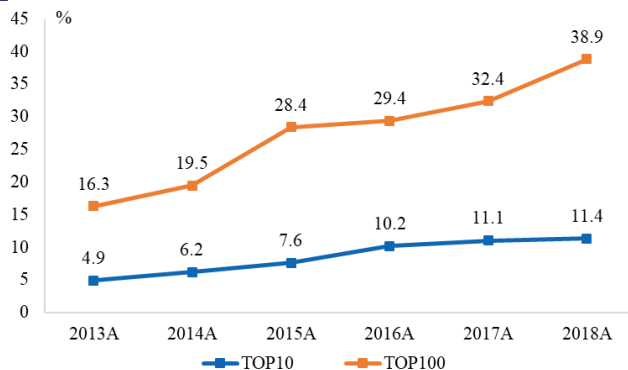
新城控股土储建面排名领先，丰厚土储带动头部企业市占率稳步提升：截至 2019 年末，新城控股总土储建面达到 1.49 亿平方米，居于地产公司第三位。截至 2018 年末，物业管理行业十强企业市场份额为 11.4%，物管行业市场高度分散；百强企业市场份额为 38.9%，同比增长 650bps，物管行业市场集中度有所提升。

图 13、部分地产公司土储建面排名（2019 年末）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

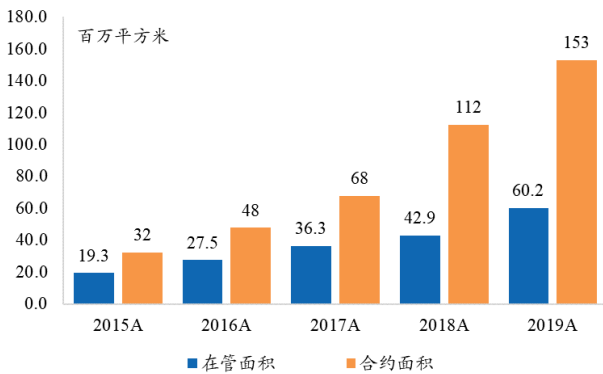
图 14、物业管理百强及十强企业集中度



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

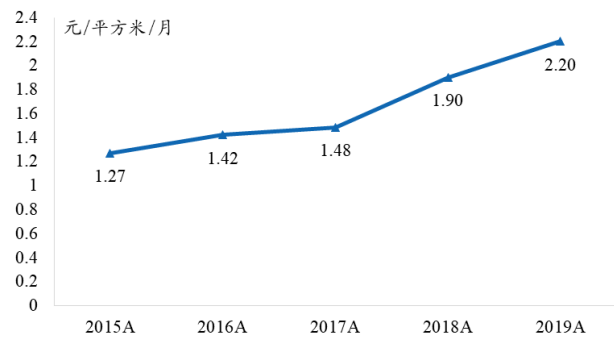
合约在管比维持高比例，稳步向目标推进：公司 2019 年底合约面积和在管面积分别为 1.53 亿平米和 6020 万平米，分别同比增长 40.3%和 36.2%。公司关联方新项目占比较高，从物业来源来看，71%来自新城系；从项目房龄来看，超过 60%的在管面积在 5 年以内，合约在管比维持在 2.54 的较高水平。公司还将通过获得关联方面积及拓展第三方新盘为主的面积等多种方式快速扩大在管面积，预计到 2020 年在管面积将达到 9000 万-1 亿平米，2022 年在管面积将达到 2 亿平米。2019 年公司调整物管费口径，还原部分专项开支，代收费用，平均物管费达到 2.2 元/月/平方米，同比增长 16%，年内 7 个项目实现 25%-40%的提价。

图 15、在管及合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、物管费水平

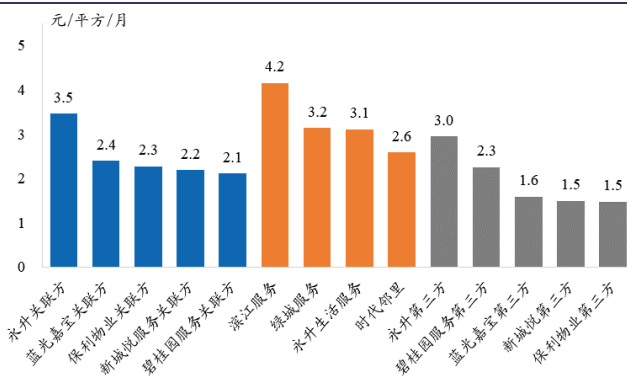


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、定位中高端业主，掘金二三线城市蓝海

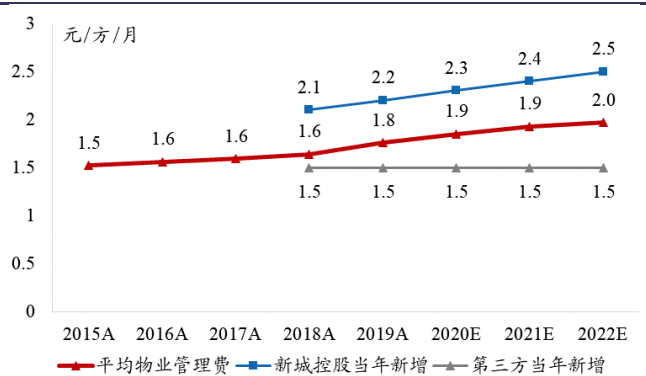
定位中高端业主，预计平均物业管理费逐步提升：2019 年，公司平均物业管理费为每月 1.8 元/平米，其中向其关联方新城控股收取平均物业管理费单价达每月 2.2 元/平米，向第三方收取平均物业管理费单价达每月 1.5 元/平米，相比其他物业管理公司，公司平均物业管理费偏低，定位中端业主。2015-2019 年新城悦平均物业管理费稳中有升，预计未来 3 年平均物业管理费将逐步提升，2022 年将达到每月 2.0 元/平方米。

图 17、公司平均物业管理费水平头部企业中等



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

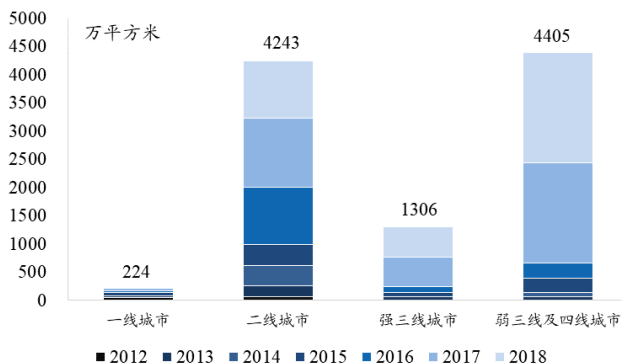
图 18、公司平均物业管理费预计将逐步提升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

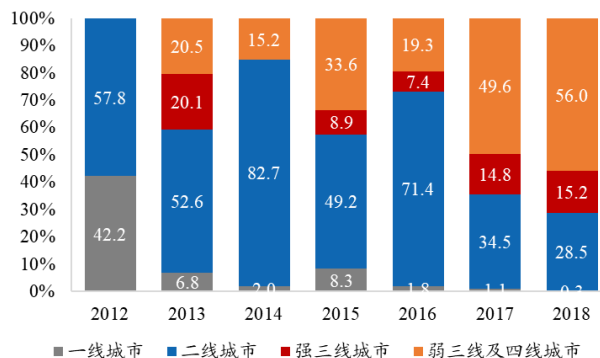
关联方新城控股土地储备集中在二三线城市，拿地倾向低线城市倾斜：新城控股于一线、二线、强三线、弱三线及四线城市的土地储备面积分别为 224、4243、1306、4405 万平方米，土地储备集中在二三线城市。2018 年新城控股自強三线城市拿地占比为 15.2%，相比 2017 年上升 0.4 个百分点；自弱三线及四线城市拿地占比为 56%，相比 2017 年上升 6.4 个百分点，新城控股拿地倾向低线城市倾斜。

图 19、新城发展控股土储集中在二三线城市



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：该数据为截至 2018 年末的各年新增土储分布数据

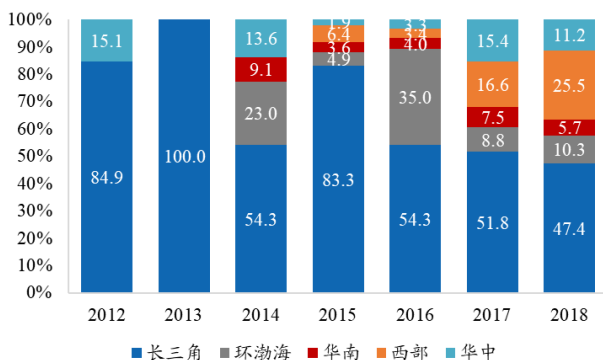
图 20、近两年来新城发展控股拿地倾向低线城市



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：该比例为新增土储面积占当年总土储面积比例

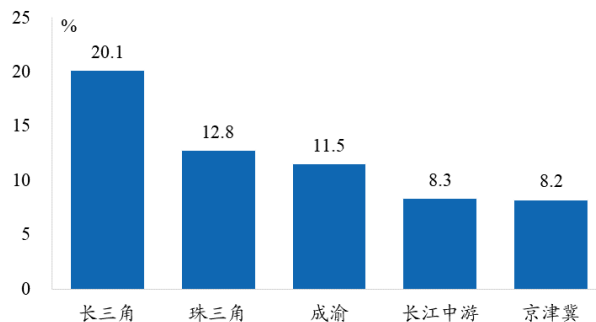
关联方新城控股拿地逐渐向长三角外地区倾斜：房地产行业百强企业于长三角、珠三角、成渝、长江中游及京津冀地区市场份额占比分别为 20.1%、12.8%、11.5%、8.3%、8.2%，长三角外地区市场更加分散，提升空间大。2015-2018 年新城控股拿地逐渐向环渤海、西部等地区倾斜，自长三角地区拿地占比逐年下降，分别为 83.3%、54.3%、51.8%、47.4%。

图 21、新城发展控股拿地逐步向长三角外地区倾斜



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

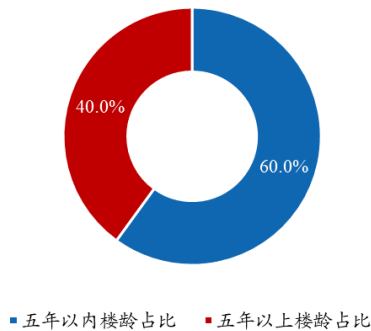
图 22、长三角外百强企业集中度有大幅提升空间



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

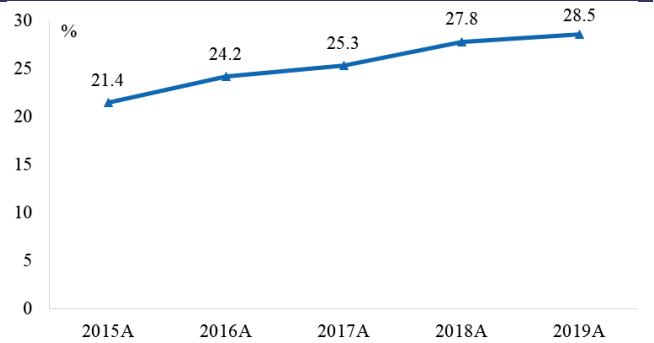
公司在管面积楼龄偏低，基础物管毛利率持续增加：2019 年公司五年以内楼龄占比 60.0%。截至 2019 年末，公司基础物管毛利率达到 28.5%，同比增长 0.7 个百分点。

图 23、公司在管面积楼龄分布（截至 2019 年）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

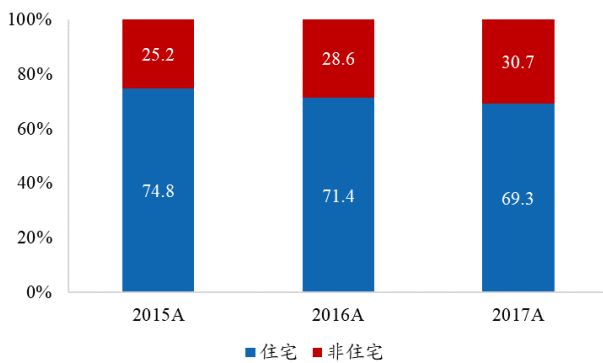
图 24、公司基础物管毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

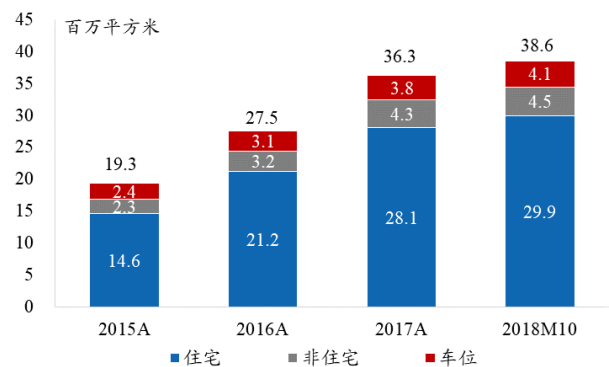
住宅物业管理收入为主要收入来源，住宅物业管理面积持续增长：2015-2017 年，公司住宅物业管理收入占比稳定在 70% 左右，为物业管理收入主要来源。2017 年公司住宅物业管理面积达到 28.1 百万平方米，同比增长 32.5%。2018 年公司物业管理面积达 38.6 百万平方米，住宅物业管理面积达 29.9 百万平方米，占比 77.5%。

图 25、公司物业管理收入按业态划分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、物业管理面积按照业态划分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、布局第三方外拓，探索多业态发展方向

- **第三方拓展快速布局：**2019 年公司加大拓展力度，第三方拓展团队增加 1 倍，年内与三家中小型区域开发商成立合资公司拓展渠道。2019 年公司新增 1010 万方第三方面积，其中 70% 为新项目。年内公司亦完善了一线管理团队的激励机制，激发一线团队分享项目利润和满意度成果。市场化道路为公司的可持续增长奠定基础。

图 27、公司第三方合约面积及同比增长

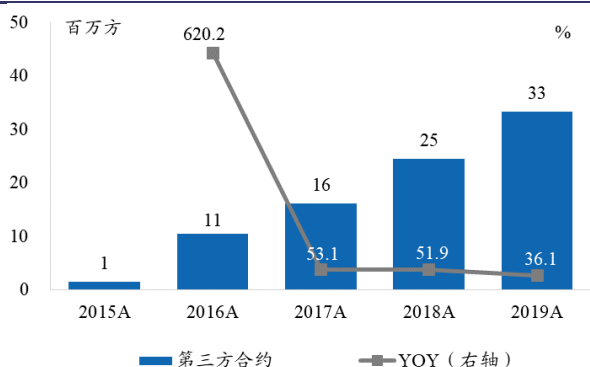
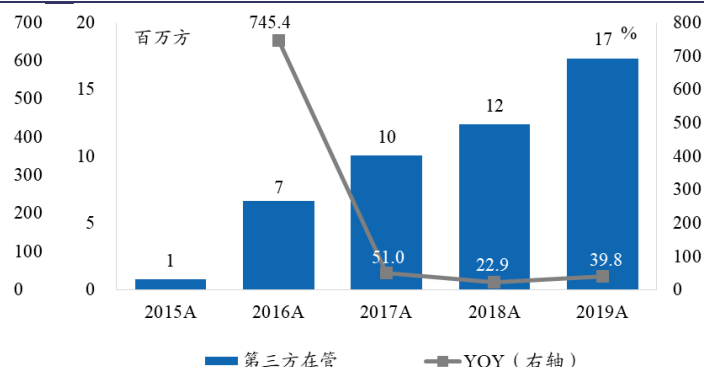


图 28、公司第三方在管面积及同比增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **收购诚悦时代，打开商业版图：**2020 年 5 月 7 日，公司收购成都诚悦时代物业服务有限公司 61.5% 股权，就诚悦时代物业的住宅类、商办类物业管理服务项目展开全面深入的合作，建立长期稳定、互利共赢的战略合作伙伴关系。新城悦服务坚持“一核两增”发展战略，以基础物业为核心，增值服务、增量拓展为支撑。此次与诚悦时代物业的合作将进一步深化新城悦服务区域深耕战略，增强新城悦服务在其重点拓展区域——中西部的布局密度和品牌影响力。值得一提的是诚悦时代物业在管的商业、办公、产业园区及公建类物业占比达 60%，契合新城悦服务积极布局非住宅业态的决心。

表 4、诚悦时代代表项目

建筑类型	代表项目	项目地址
写字楼物业	时代广场	成都市红星路三段 2 号
	中国华电集团四川办公楼	成都市高新区蜀绣西路 100 号
	四川省环境保护厅	成都市高新区科园南路 88 号
产业园区物业	高新孵化园	成都市天府大道北段 1480 号
	移动互联创业大厦	成都市高新区益州大道中段 1800 号软件园 G 区
商业物业	菁蓉国际广场	成都市高新区天府五街 200 号
	阳光新业中心	成都市环路九眼桥区域
市政公共物业	创意山商业中心	成都市东区创业产业园核心区域
	BRT 项目	成都市二环高架快速路公共交通系统
住宅物业	西锦国际	成都市区西门一环路与花牌坊街交汇处
	御景上城	达州市西外板块门户地段
营地物业	西藏大古水电站营地	西藏自治区山南地区桑日县境内
	巴塘营地	甘孜州巴塘县夏邛镇

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、增值服务高速增长

公司增值服务包括三类服务：1) 物业开发商增值服务、2) 社区增值服务、3) 智慧园区服务。物业开发商增值服务包括案场销售协助、咨询服务及验房服务。社区增值服务向在管社区的住户及客户提供四类服务，包括公共资源管理服务、广泛装修服务、APP 经营业务及资产管理服务。智慧园区服务向物业开发商及物业项目提供电梯及保安设备的专业工程及维修服务。

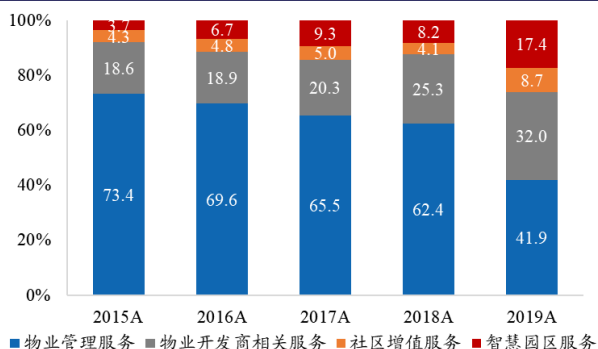
表5、公司增值服务类型划分

增值服务	服务类型	服务内容	服务类型占比	备注
物业开发商相关服务	案场销售协助	现场及样板房清洁	70%	毛利率 20%
		保安巡查及维护		
	停车、接待及指引服务			
	设计咨询			
咨询服务	现场验收及服务	30%		
	质保期内物业维护			
社区增值服务	公共资源管理	物业开发商联络协调	40%	分成比例 30%
		广告位租赁		
	公共空间租赁			
拎包入住服务	交付前清洁业务	30%		
	装修家具单位展销			
线上销售	APP	10%		
智慧园区服务	资产管理	契约业主资产	20%	大约 2-3 万元/车位
		开发商尾盘车位资产		
	二手房买卖租赁			
	电梯公司	电梯维保业务		
智能化公司	新盘智能化楼盘施工业务	利润率 10%以上		

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

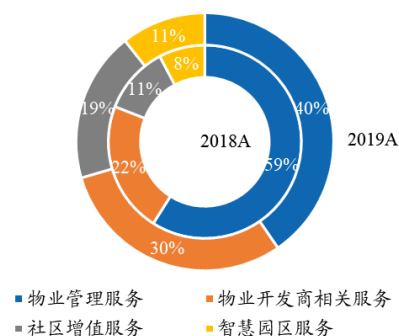
增值服务高速增长，占收入、利润比重均过半：截至 2019 年末，物业开发商相关服务、社区增值服务及智慧园区服务占总收入比重分别为 32.0%、8.7% 及 17.4%，增值服务占总收入 58.1%，同比增长 20.5 个百分点；截至 2019 年末，物业开发商相关服务、社区增值服务及智慧园区服务占毛利润比重分别为 30%、19%、11%。

图 29、各项增值服务历年占总收入比重



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、各项增值服务历年占毛利润比重

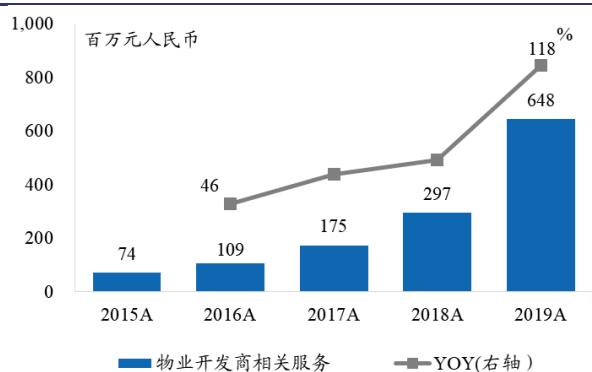


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

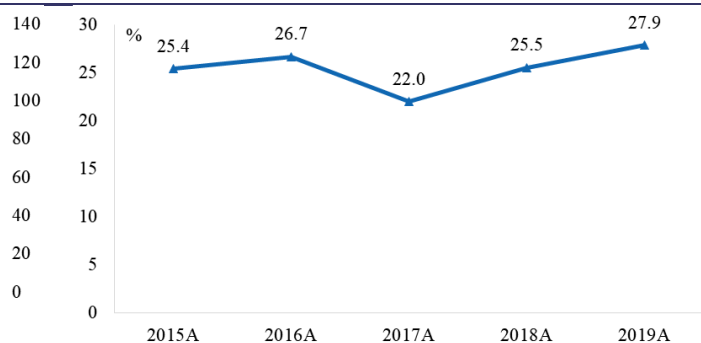
开发商增值服务毛利润大幅增长，毛利率稳中有升：截至 2019 年末，公司物业开发商相关服务毛利润达到 1.18 亿元人民币，同比增长 118%；毛利率为 27.9%，同比增长 2.4 个百分点。

图 31、物业开发商相关服务历年毛利润增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

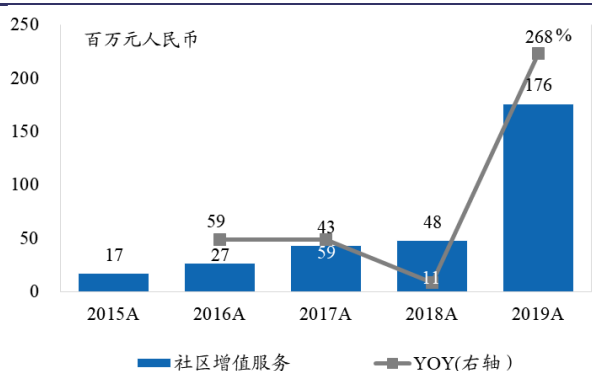
图 32、物业开发商相关服务历年毛利率走势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

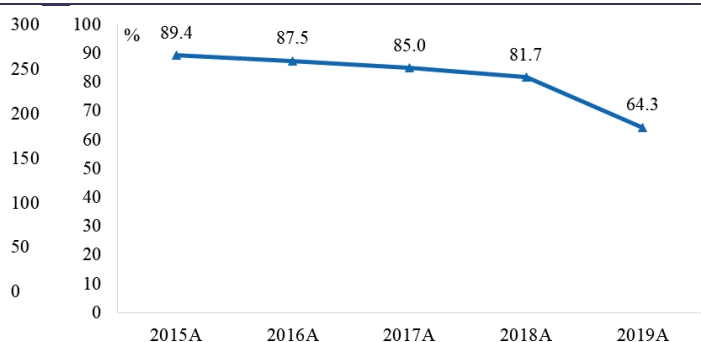
社区增值服务毛利润快速提升，毛利率下移但仍处高位：截至 2019 年末，公司社区增值服务毛利润达 1.76 亿人民币，同比增长 268%；在拎包入住等业务外包转自营趋势下，毛利率为 64.3%，同比下降 17.4 个百分点，但仍处高位。

图 33、社区增值服务历年毛利润增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

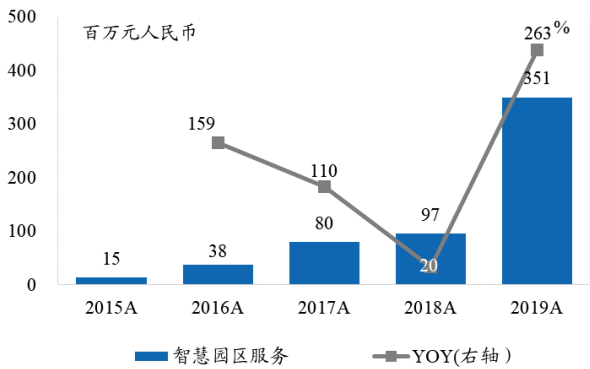
图 34、社区增值服务历年毛利率走势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

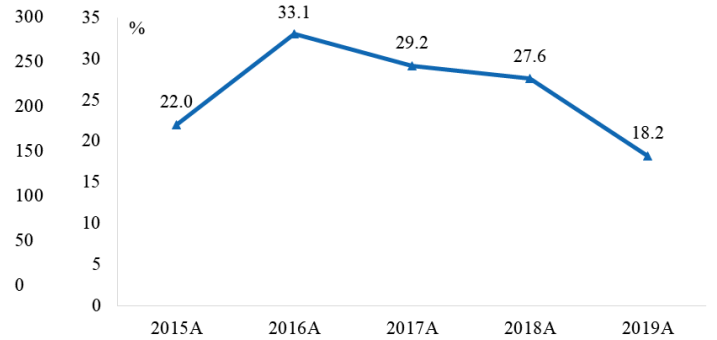
智慧园区服务毛利润大幅增长，毛利率逐渐下降：截至 2019 年末，公司智慧园区服务录得毛利润 3.51 亿人民币，同比增长 263%；毛利率为 18.2%，同比下降 9.4 个百分点。

图 35、智慧园区服务历年毛利润增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、智慧园区服务历年毛利率走势



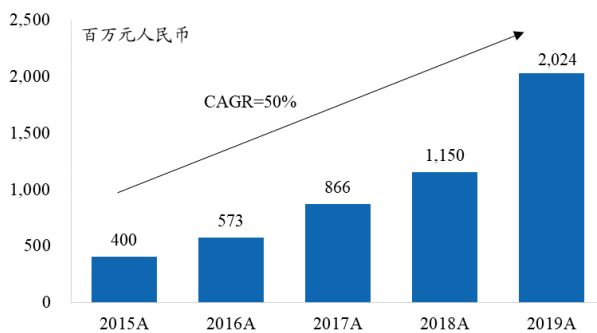
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

以业主满意度为核心，增值服务贡献新增长点：公司坚持“一核两增”战略，以业主满意度为核心，着力发掘增值服务中的永续增长业务，着力增长第三方外拓项目。社区增值服务上，橙享家车位销售业务与新橙居拎包入住业务取得快速增长，新业务小橙充电预计在2020年内加速发力。智慧商场、智慧停车场项目2019年分别落地，预计未来绝大部分吾悦广场的智能安装服务都会由公司承接。

4、财务状况

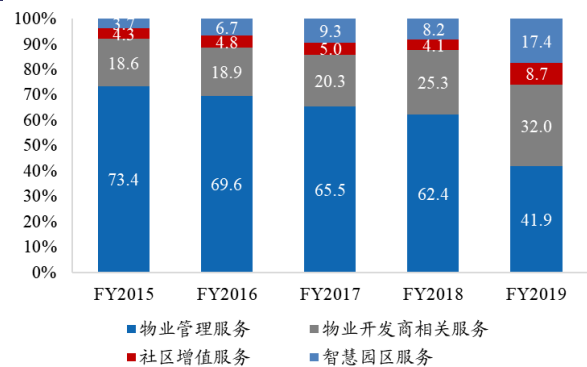
- **收入高速增长:** 公司 2019 年营业收入 20.24 亿元人民币(下同), 2016-2019 年复合增速 50%, 其中物业管理、开发商增值、社区增值和智慧园区服务的营收占比为 42%、32%、9%和 17%; 毛利润 6 亿元, 同比增长 73.9%; 毛利率 29.6%, 同比增长 0.2 个百分点; 归母净利润 2.82 亿元, 同比增长 85.3%, 归母净利率 13.9%, 同比提升 0.9 个百分点, 符合市场预期; 公司 2019 年末每股派息 0.18 元, 派息率为 52.2%, 维持行业高派息率。

图 37、营业收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

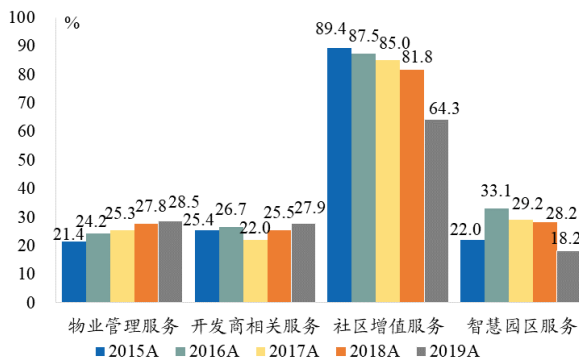
图 38、营收占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

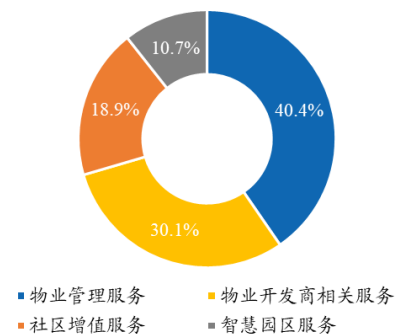
- **基础物管毛利率稳中有升:** 公司 2019 年综合毛利率 29.6%, 同比增长 0.2 个百分点, 其中物业管理服务收入 8.49 亿元, 同比增长 16%, 毛利率 28.5%, 同比提升 0.7 个百分点; 开发商增值服务收入 6.48 亿元, 同比增长 118.3%, 毛利率 27.9%, 同比提升 2.3 个百分点。社区增值服务在新业务模式影响下收入结构产生变化, 毛利率 64.3% 同比下降 17.4 个百分点; 智慧园区服务毛利率 18.2%, 同比下降 10 个百分点。

图 39、分部毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、毛利占比

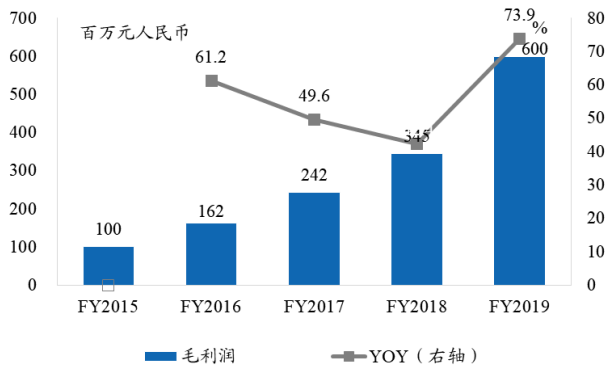


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **毛利润及归母净利润大幅增长:** 截至 2019 年末, 公司录得毛利润 6 亿元人民币, 同比增长 73.9%; 归母净利润达 2.82 亿元人民币, 同比增长 85.3%。

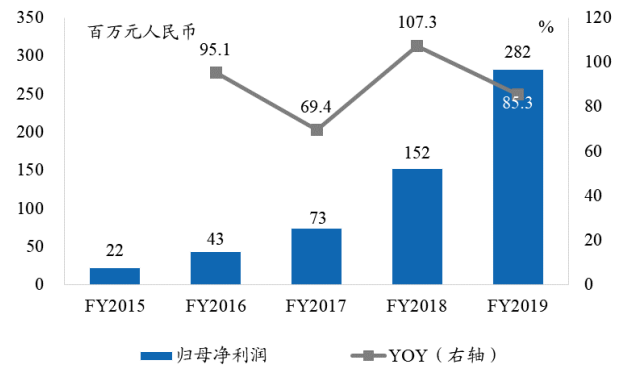
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 41、毛利润及同比增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

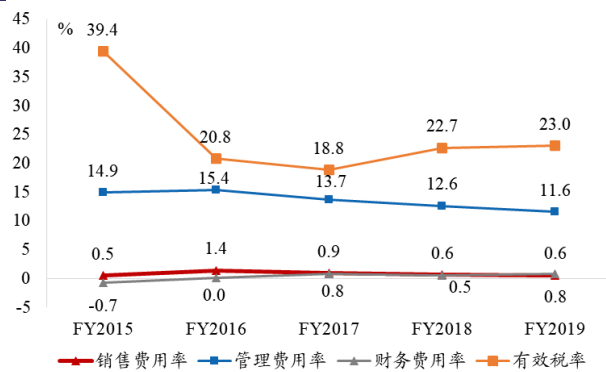
图 42、归母净利润及同比增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

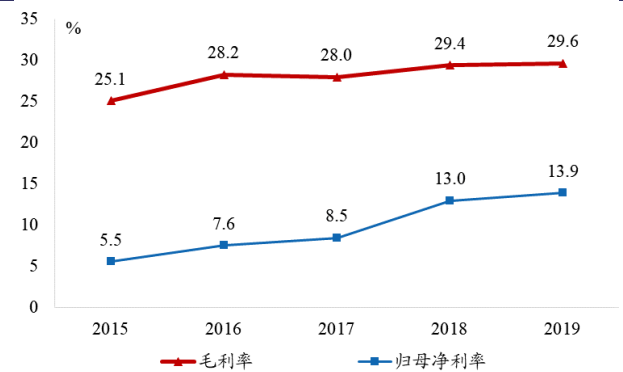
- **三费率及有效税率基本保持稳定，毛利率及归母净利率稳中有升：**截至 2019 年末，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率及有效税率分别为 0.6%、11.6%、0.8% 和 23.0%；毛利率为 29.6%，同比增长 0.2 个百分点；归母净利率为 13.9%，同比增长 0.9 个百分点。

图 43、三费率与有效税率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

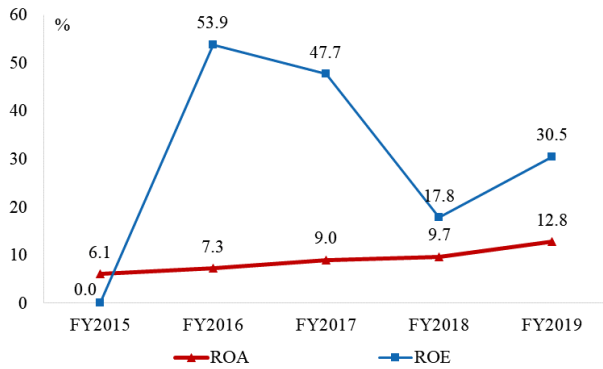
图 44、毛利率与归母净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

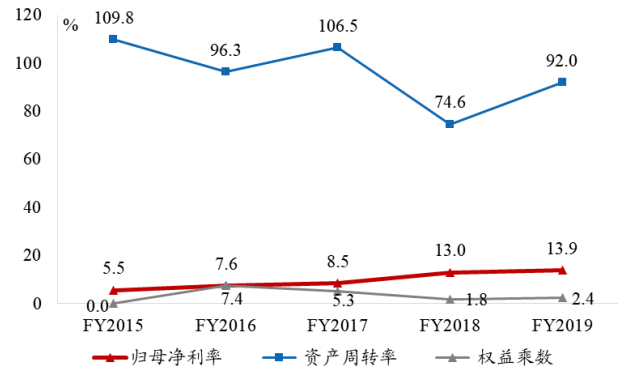
- **资产回报率稳步增长，资产周转率大幅提升：**2019 财年，公司 ROA 达到 12.8%，同比增长 3.1 个百分点；ROE 达到 30.5%，同比增长 12.7 个百分点。公司于 2018 年上市，当年股东股本增加导致权益乘数大幅下降，2019 财年公司权益乘数同比回升 0.6 个百分点至 2.4%。截至 2019 年末，公司资产周转率达 92.0%，同比增长 17.4 个百分点。

图 45、ROA 与 ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

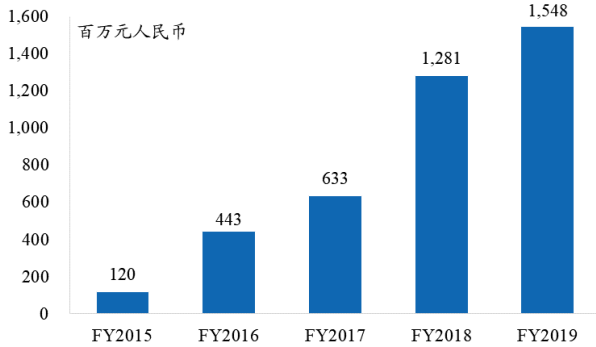
图 46、ROE 分析



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

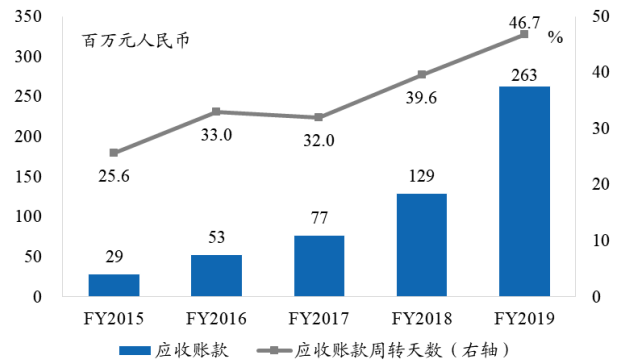
- **公司现金及现金等价物充足，应收账款大幅增长：**2019 财年，公司录得现金及现金等价物 15.48 亿元，同比增长 20.8%。应收账款达到 2.63 亿元，同比增长 103.9%；应收账款周转天数达到 46.7 天，周转率因应收账款大幅增长而有所下降。

图 47、现金及等价物



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、应收账款及周转



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测及估值

基础物管业务：我们预计公司 2020-2022 年的在管面积分别达到 1.1、1.6、2.1 亿平方米，同比分别增长 83%、46%、32%。基础物管毛利率保持 28%-29% 相对稳定。

增值服务：我们预计公司 2020-2022 年社区增值服务保持 80%、65%、60% 增速，毛利率维持 60% 以上水平。开发商增值服务保持 20%、20%、20% 增速，毛利率维持 28%-29% 相对稳定。智慧园区业务保持 50%、35%、35% 增速，毛利率维持 20%。

预计公司的利润率稳中有升，预计 2020-2022 年的毛利率分别达到 30.6%、31.5%、32.4%，净利率分别为 13.1%、13.4%、13.9%。

表6、盈利预测表

(单位：百万元人民币)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,024	3,235	4,995	7,243
同比增长 (%)	72.5	59.8	54.4	45.0
物业管理服务	849	1,614	2,828	4,291
物业开发商相关服务	648	777	933	1,119
社区增值服务	176	317	523	837
智慧园区服务	351	527	711	996
毛利润	600	991	1,571	2,343
同比增长 (%)	73.9	65.1	58.6	49.2
归母净利润	282	425	670	1,007
同比增长 (%)	85.3	50.6	57.7	50.3
EPS (分)	34.5	51.9	81.9	123.0
毛利率 (%)	29.6	30.6	31.5	32.4
归母净利率 (%)	13.9	13.1	13.4	13.9

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

基于公司清晰的关联方交付计划、明确的三年规划及高效执行能力，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 32.4、50.0、72.4 亿元人民币，分别同比增长 59.8%、54.4% 及 45.0%，净利润分别为 4.3、6.7、10.1 亿元人民币，分别同比增长 50.6%、57.7% 和 50.3%。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 32 港元，对应 2020-2022 年分别 55、35、23 倍 PE，较 2020 年 8 月 4 日收盘价有 29% 上升空间。

我们选取港股上市的 14 家物管公司为可比标的，行业平均估值为 2020E/2021E 的 30.2/20.4 倍，14 家公司对应 2020 年 PE 范围为 14.3-56.4 倍。

表7、行业估值表（截至2020年8月4日）

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS			PE			PB	息率	ROE
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	(%)	(%)
6098.HK	碧桂园服务	48.00	1324	0.63	0.88	1.26	68.9	48.9	34.4	22.1	0.3	43.8
3319.HK	雅生活服务	45.90	612	0.97	1.40	1.75	42.6	29.5	23.6	8.9	1.1	21.2
6049.HK	保利物业	84.90	470	1.22	1.36	1.87	62.8	56.4	40.8	3.4	0.4	17.2
2869.HK	绿城服务	10.68	344	0.19	0.22	0.27	50.6	43.7	35.6	11.2	0.7	18.8
2669.HK	中海物业*	8.19	269	0.16	0.21	0.28	51.2	39.0	29.3	17.8	0.6	40.8
1995.HK	永升生活服务	15.64	261	0.15	0.24	0.39	93.8	58.7	36.1	20.4	0.3	21.9
1755.HK	新城悦服务	24.85	203	0.34	0.52	0.82	65.8	43.0	27.3	19.7	0.8	31.9
9983.HK	建业新生活	11.14	139	0.27	0.39	0.55	37.1	25.7	18.2	33.6	0.0	96.3
9909.HK	宝龙商业	21.80	135	0.44	0.46	0.67	44.6	42.3	29.2	2.8	0.9	19.7
9928.HK	时代邻里	12.96	128	0.13	0.25	0.44	88.4	47.6	26.4	4.4	0.3	19.3
2606.HK	蓝光嘉宝服务	52.70	94	3.10	3.33	4.42	15.3	14.3	10.7	3.8	2.0	32.6
3662.HK	奥园健康	8.23	60	0.28	0.36	0.51	26.1	20.6	14.6	6.3	1.2	33.5
2168.HK	佳兆业美好	33.95	52	1.18	1.54	2.07	25.8	19.8	14.8	7.0	1.5	28.0
3316.HK	滨江服务	18.30	51	0.49	0.58	0.75	33.9	28.4	22.0	6.3	1.7	25.4
	平均						42.1	30.2	20.4	10.5	1.1	35.8

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

物管公司未来 2-3 年高成长性确定，当前估值体系仍以 forward1-2 年的相对估值法为主，而物管公司又具有稳健增长现金牛特性，符合 DDM 估值法估值条件。我们用股息折现模型分析公司的潜在价值：行业过往平均派息率 40%，公司过往派息率均超过 50% 领先行业。我们给予保守假设，折现率 10%、中期增长率 5%、永续增长率 3%，根据 DDM 模型看到公司 2020-2029 年股息现金流现值为 19.1 港元，截至 8 月 3 日公司股价为 25.1 港元，从未来十年股息收益来看安全边际高。参考 DDM 估值下公司潜在价值为 98.7 港元，较当前股价仍有大幅上升空间。

表8、DDM 估值假设

假设参数	
无风险利率	3.000%
股票市场平均回报率	10.0%
贝塔值	1.09
债务成本	5.5%
税率	25.0%
HKD/CNY 汇率	0.90
中期增长率	5.0%
永续增长率	3.0%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

表9、DDM 估值参考结论

DDM 估值	现金流折现值
2020-2029 年股息现金流现值	19.1
永续股息现金流现值	69.7
每股价值（港元）	98.7

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

6、风险提示

风险提示：业务扩张和收购不及预期；物业管理费提价受阻；收缴率不及预期；增值业务拓展不及预期

附表

资产负债表		单位: 百万元人民币			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	2,052	2,432	3,336	4,371	
合约资产	131	131	131	131	
按公允价值计量的金融资产	208	208	208	208	
贸易应收款项	263	356	550	797	
预付款项、按金及其他应收款项	100	100	100	100	
现金及现金等价物	1,339	1,566	2,254	3,008	
非流动资产	148	150	152	153	
物业、厂房及设备	9	11	13	15	
使用权资产	11	11	11	11	
无形资产	12	12	12	12	
递延所得税资产	40	40	40	40	
资产总计	2,200	2,581	3,488	4,525	
流动负债	1,215	1,354	1,878	2,341	
合同负债	390	548	961	1,458	
贸易及其他应付款项	774	755	867	832	
即期所得税负债	47	47	47	47	
非流动负债	17	17	17	17	
租赁负债	4	4	4	4	
递延税项负债	13	13	13	13	
负债合计	1,232	1,372	1,896	2,358	
股本	57	57	57	57	
储备	398	398	398	398	
留存收益	470	682	1017	1520	
本公司拥有人应占权益	924	1137	1471	1975	
非控股权益	43	73	120	191	
总权益	967	1209	1592	2166	
负债及权益合计	2,200	2,581	3,488	4,525	
现金流量表		单位: 百万元人民币			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
除所得税前利润	392	590	931	1400	
物业、厂房及设备折旧	2	1	1	1	
贸易应收款项	-134	-93	-194	-247	
预付款项、按金及其他应收款项	-10	0	0	0	
贸易及其他应付款项	181	-19	112	-35	
营运资金的变动	39	-14	308	181	
经营活动产生现金流量	433	577	1241	1582	
投资活动产生现金流量	-3	-3	-3	-3	
融资活动产生现金流量	-360	-212	-335	-503	
现金净变动	-3	226	688	754	
现金的期初余额	1281	1339	1566	2254	
现金的期末余额	1,339	1,566	2,254	3,008	

利润表		单位: 百万元人民币			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	2,024	3,235	4,995	7,243	
营业成本	1,424	2,244	3,424	4,900	
毛利润	600	991	1,571	2,343	
销售费用	11	32	50	72	
管理费用	234	421	649	942	
其他收入	26	26	26	26	
财务收入	17	22	29	39	
税前盈利	392	590	931	1,400	
所得税	90	136	214	322	
净利润	302	455	717	1,078	
少数股东损益	20	30	47	71	
归属母公司净利润	282	425	670	1,007	
EPS(元)	0.34	0.52	0.82	1.23	
主要财务比率					
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
成长性(%)					
营业收入增长率	72.5	59.8	54.4	45.0	
毛利润增长率	73.9	65.1	58.6	49.2	
净利润增长率	82.9	50.6	57.7	50.3	
盈利能力(%)					
毛利率	29.6	30.6	31.5	32.4	
净利率	14.9	14.1	14.4	14.9	
ROE	30.5	37.4	45.5	51.0	
偿债能力(%)					
净资产负债率	56	53	54	52	
流动比率	1.7	1.8	1.8	1.9	
速动比率	1.7	1.7	1.7	1.8	
营运能力(次)					
资产周转率	92	125	143	160	
应收帐款周转率	9.2	9.2	9.2	9.2	
每股资料(元)					
每股收益	0.34	0.52	0.82	1.23	
每股净资产	1.18	1.48	1.95	2.65	
估值比率(倍)					
PE	59.9	39.8	25.2	16.8	
PB	17.5	14.0	10.6	7.8	

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易法》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。