证券研究报告

物业管理行业

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

买入 （维持）

目标价： 41 港元
现价： 36.15 港元

预期升幅： 13%

3319.HK 雅生活服务

纳入恒生港股通指数，业绩增长弹性高

2020 年 2 月 24 日

市场数据

日期	2020.2.21
收盘价(港元)	36.15
总股本(亿股)	13.33
流通股本（亿股）	4.33
总市值(亿港元)	482
流通市值（亿港元）	157
总资产(亿元)	86.9
净资产(亿元)	57.7
每股净资产(元）	4.33

数据来源：Wind

相关报告

《高速成长的物业管理整合者》20190223
《在管面积增长超预期，并购整合实力强劲》20190809
《双品牌双轮驱动，业绩快速增长》20180809
《FY2018 业绩大幅增长，物管增值齐头并进》20190319

海外物业管理研究

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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,377	5,436	9,311	15,080
同比增长(%)	91.8	61.0	71.3	62.0
归母净利润(百万元)	801	1,187	1,468	2,126
同比增长(%)	176.5	48.2	23.6	44.8
毛利率(%)	38.2	36.3	32.3	29.7
归母净利润率(%)	23.7	21.8	15.8	14.1
净资产收益率(%)	14.5	19.1	20.5	24.8
EPS(元)	0.62	0.93	1.22	1.76
每股股息(元)	0.00	0.40	0.50	0.72

数据来源：公司财报、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **纳入恒生港股通指数，将于 3 月 9 日生效：**恒生指数公司在截至 2019 年 12 月 31 日的季度指数检讨中，将雅生活服务纳入恒生指数公司恒生综合指数、恒生港股通指数、恒生港股通中小型股指数、恒生港股通小型股指数、恒生港股通中国内地公司指数、恒生港股通非 AH 股公司指数、恒生沪深港通大湾区综合指数、恒生沪深港通大湾区广佛肇指数、恒生沪深港通大湾区地产建筑业指数、恒生沪深港通大湾区质量成长指数。该变动将于 2020 年 3 月 9 日（星期一）生效。
- **2019 年来自关联方、收并购、第三方在管面积预计继续提升：**2019 年，公司获得来自雅居乐及绿地的在管面积约为 1350 万方，收购及并表了青岛华仁物业、哈尔滨景阳物业、广州粤华物业等预计贡献面积 5000-6000 万方，第三方外拓物业预计 800 万方。2019 年 9 月公司收购的中民物业及新中民物业预计分别于 2020 年上半年及 2021 年下半年并表。
- **社区增值服务渗透率预计提升，减免社保补贴物业费政策减轻物业公司成本压力：**近期居家隔离期间，公司规定小区物业将小区进行半封闭管理，公共区域定期通风消杀，建立 24 小时及时上报机制。楼栋管家与业主主动联系，为隔离业主进行一对一物质代购服务、配备生活用品等。近日来，深圳、杭州、宁波、海南、山东等多地均对参与防控的社区物业公司进行物业费补贴，2 月 18 日，国常会决定阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费。各项支持政策有效减轻物业公司的成本压力。
- **收购带动业绩高弹性，维持“买入”，上调目标价至 41 港元：**进入港股通预计将进一步提升公司估值至行业平均水平。基于公司已实现的收并购与关联方交付计划，增值服务亦维持增长的预期下，我们调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 54.4、93.1 和 150.8 亿元人民币，分别同比增长 61.0%、71.3%和 62.0%，归母净利润分别为 11.9、14.7 和 21.3 亿元人民币，分别同比增长 48.2%、23.6%和 44.8%。维持“买入”评级，SOTP 分部估值法目标价 41 港元，对应主营业务估值 25 倍、业主增值估值 30 倍及非业主增值销售部分估值 10 倍。

风险提示： 1）业务扩张不及预期；2）物业管理满意度降低；3）物业管理费提价受阻；4）房地产销售不及预期；5）物业管理费收缴率降低。

报告正文

- **纳入恒生港股通指数，将于 3 月 9 日生效：**恒生指数公司在截至 2019 年 12 月 31 日的季度指数检讨中，将雅生活服务纳入恒生指数公司恒生综合指数、恒生港股通指数、恒生港股通中小型股指数、恒生港股通小型股指数、恒生港股通中国内地公司指数、恒生港股通非 AH 股公司指数、恒生沪深港通大湾区综合指数、恒生沪深港通大湾区广佛肇指数、恒生沪深港通大湾区地产建筑业指数、恒生沪深港通大湾区质量成长指数。该变动将于 2020 年 3 月 9 日（星期一）生效。
- **2019 年来自关联方、收并购、第三方在管面积预计继续提升**：2019 年，公司获得来自雅居乐及绿地的在管面积约为 1350 万方，收购及并表了青岛华仁物业、哈尔滨景阳物业、广州粤华物业等预计贡献面积 5000-6000 万方，第三方外拓物业预计 800 万方。2019 年 9 月公司收购的中民物业及新中民物业预计分别于 2020 年上半年及 2021 年下半年并表。
- **社区增值服务渗透率预计提升，减免社保补贴物业费政策减轻物业公司成本压力：**近期居家隔离期间，公司规定小区物业将小区进行半封闭管理，公共区域定期通风消杀，建立 24 小时及时上报机制。楼栋管家与业主主动联系，为隔离业主进行一对一物质代购服务、配备生活用品等。近日来，深圳、杭州、宁波、海南、山东等多地均对参与防控的社区物业公司进行物业费补贴，2 月 18 日，国常会决定阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费。各项支持政策有效减轻物业公司的成本压力。
- **收购带动业绩高弹性，维持“买入”，上调目标价至 41 港元：**进入港股通预计将进一步提升公司估值至行业平均水平。基于公司已实现的收并购与关联方交付计划，增值服务亦维持增长的预期下，我们调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 54.4、93.1 和 150.8 亿元人民币，分别同比增长 61.0%、71.3%和 62.0%，归母净利润分别为 11.9、14.7 和 21.3 亿元人民币，分别同比增长 48.2%、23.6%和 44.8%。维持“买入”评级，SOTP 分部估值法目标价 41 港元，对应主营业务估值 25 倍、业主增值估值 30 倍及非业主增值销售部分估值 10 倍。

表 1、SOTP 估值表

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
物业管理部分归母净利润（百万元人民币）	221	291	463	1,140	1,745	1,809	1,824
业主增值及案场服务归母净利润（百万元）	319	485	556	695	839	941	1,037
非业主增值销售部分归母净利润（百万元）	261	412	450	539	641	707	779
归母净利润合计（百万元）	801	1,187	1,468	2,374	3,224	3,458	3,640
主营业务估值				25			
业主增值及案场服务估值				30			
非业主增值销售部分估值				10			
目标市值（亿港元）				546			
目标价（港元）				**41**			

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

表 2、物业管理行业估值表

代码	公司	股价（港元）	市值（亿港元）	EPS 2018A	EPS 2019E	EPS 2020E	PE 2018A	PE 2019E	PE 2020E	PB 2018A	息率 (%)	ROE (%)
3319.HK	**雅生活服务**	**36.15**	**482**	**0.62**	**0.93**	**1.22**	**52.5**	**35.0**	**26.7**	**7.7**	**0.9**	**23**
1755.HK	新城悦服务	16.82	138	0.24	0.31	0.47	63.1	48.2	32.4	14.0	0.7	30
1778.HK	**彩生活**	**4.37**	**62**	**0.38**	**0.37**	**0.43**	**10.4**	**10.5**	**9.2**	**1.7**	**4.1**	**20**
1995.HK	**永升生活服务**	**8.45**	**130**	**0.09**	**0.15**	**0.22**	**84.5**	**50.7**	**34.6**	**11.3**	**0.3**	**18**
2669.HK	**中海物业***	**6.25**	**205**	**0.12**	**0.16**	**0.20**	**52.1**	**39.1**	**31.3**	**15.8**	**0.6**	**41**
2869.HK	**绿城服务**	**10.00**	**279**	**0.15**	**0.22**	**0.28**	**60.0**	**40.9**	**32.1**	**10.2**	**0.8**	**23**
3662.HK	奥园健康	8.65	63	0.17	0.21	0.35	45.8	37.1	22.2	7.2	0.7	66
6098.HK	碧桂园服务	32.00	867	0.37	0.55	0.74	77.8	52.0	39.1	17.1	0.3	50
2606.HK	蓝光嘉宝	53.40	95	1.68	2.50	3.55	28.6	19.2	13.6	20.3	0.0	67
6049.HK	保利物业	65.00	360	0.61	0.95	1.29	95.9	61.6	45.3	39.2	0.0	65
2168.HK	佳兆业美好	29.50	41	0.65	1.04	1.43	40.8	25.6	18.6	6.3	0.6	13
9909.HK	宝龙商业	11.10	69	0.30	0.34	0.48	33.3	29.4	20.8	20.5	0.0	82
9928.HK	时代邻里	6.44	59	0.07	0.11	0.22	82.3	52.7	26.3	35.4	0.0	89
	平均						**57.1**	**39.4**	**28.6**	**11.7**	**0.9**	**37.5**

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
*中海物业为港币报表

- **风险提示：** 1）业务扩张不及预期；2）物业管理满意度降低；3）物业管理费提价受阻；4）房地产销售不及预期；5）物业管理费收缴率降低。

附表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**5,989**	**5,988**	**8,616**	**12,789**
存货	15	39	60	106
贸易及其他应收款项	1,165	1,817	3,113	5,042
应收关联方贷款和利息	0	0	0	0
现金及现金等价物	4,808	4,131	5,443	7,641
受限制现金	1	1	1	1
非流动资产	**1,308**	**3,310**	**3,423**	**3,531**
物业、厂房及设备	80	2,082	2,195	2,303
其他无形资产	166	166	166	166
商誉	1,045	1,045	1,045	1,045
递延所得税资产	16	16	16	16
应收关联方贷款和利息	0	0	0	0
资产总计	**7,297**	**9,297**	**12,040**	**16,320**
流动负债	**1,726**	**3,026**	**4,803**	**7,694**
合约负债	365	588	1,008	1,632
贸易及其他应付款项	1,169	2,246	3,603	5,870
即期所得税负债	192	192	192	192
非流动负债	**60**	**60**	**60**	**60**
借款	24	24	24	24
递延所得税负债	37	37	37	37
负债合计	**1,787**	**3,086**	**4,863**	**7,754**
股本	1,333	1,333	1,333	1,333
储备	3,266	3,266	3,266	3,266
保留盈余	823	1,476	2,284	3,453
母公司拥有人应占权益总额	5,422	6,075	6,883	8,052
非控股权益	88	135	293	514
总权益	**5,510**	**6,211**	**7,176**	**8,566**
负债及权益合计	**7,297**	**9,297**	**12,040**	**16,320**

现金流量表

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	801	1,235	1,626	2,346
折旧和摊销	33	16	104	110
收购子公司	-116	-2,000	-200	-200
经营活动产生现金流量	**883**	**1,875**	**2,191**	**3,372**
投资活动产生现金流量	**-112**	**-2,018**	**-218**	**-218**
融资活动产生现金流量	**3,142**	**-534**	**-661**	**-957**
现金净变动	3,913	-677	1,312	2,198
现金的期初余额	880	4,808	4,131	5,443
现金的期末余额	**4,808**	**4,131**	**5,443**	**7,641**

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**3,377**	**5,436**	**9,311**	**15,080**
销售成本	2,087	3,463	6,305	10,594
毛利润	**1,290**	**1,973**	**3,006**	**4,486**
销售及营销开支	-46	-54	-186	-226
行政开支	-302	-435	-885	-1,433
其他收入	102	163	233	302
经营利润	**1,076**	**1,647**	**2,168**	**3,129**
所得税	-264	-412	-542	-782
净利润	**811**	**1,235**	**1,626**	**2,346**
少数股东损益	10	48	158	220
留存收益	801	653	808	1,169
归属母公司净利润	**801**	**1,187**	**1,468**	**2,126**
EPS(元)	**0.6**	**0.9**	**1.2**	**1.8**

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	91.8	61.0	71.3	62.0
净利润增长率	170.1	52.3	31.6	44.3
归母净利润增长率	176.5	48.2	23.6	44.8
盈利能力(%)				
毛利率	38.2	36.3	32.3	29.7
净利率	24.0	22.7	17.5	15.6
归母净利率	23.7	21.8	15.8	14.1
ROE	14.5	19.1	20.5	24.8
偿债能力				
资产负债率(%)	24.5	33.2	40.4	47.5
流动比率	3.5	2.0	1.8	1.7
速动比率	2.8	1.4	1.1	1.0
营运能力(次)				
资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.5
应收帐款周转率	4.0	3.5	3.6	3.5
每股资料(元)				
每股净资产	4.2	4.7	5.4	6.4
估值比率(倍)				
PE	38.8	25.9	19.7	13.7
PB	5.7	5.2	4.5	3.7

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、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、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)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司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《证券交易所》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。