

新城悦服务 (01755.HK) 内接外拓, 至臻至善, 增值服务持续发力

2021年01月14日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

齐东 (分析师)

陈鹏 (分析师)

qidong@kysec.cn

chenpeng@kysec.cn

证书编号: S0790520060001

证书编号: S0790520100001

日期	2021/1/13
当前股价(港元)	21.100
一年最高最低(港元)	27.650/10.900
总市值(亿港元)	173.03
流通市值(亿港元)	173.03
总股本(亿股)	8.20
流通港股(亿股)	8.20
近3个月换手率(%)	13.25

● 内接外拓, 规模成长, 增值业务蒸蒸日上, 首次覆盖给予“买入”评级

新城悦服务背靠新城控股, 竣工交付高峰期来临, 成长性佳, 规模效应明显; 同时优质物管品牌持续赋能增值服务, 未来增长空间可观。此外, 公司具备完善的激励机制, 持续加深管理层与公司利益的一致性。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 4.16、6.26、9.32 亿元, 同比增长 47%、51%、49%, 对应 EPS 为 0.51、0.76、1.14 元, 当前股价对应 PE 为 34.7、23.0、15.5 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 物管服务: 盈利能力持续提升, 多引擎助推面积增长

(1) **成本管控逐步改善**, 受益于规模效应, 公司期间费用率不断下降, 带动盈利能力提升, 2020H1 物业服务毛利率达 32%, 较 2016 年提升 10.6 个百分点。(2) **合管比持续高位, 有效保障未来业绩成长**。截至 2020H1 公司合约面积超 1.67 亿平方米, 在管面积 7122 万平方米, 合约/在管居于主流物管公司首位, 未来业绩释放有充分保障。(3) **多引擎助推面积增长**, 关联公司新城控股销售规模 TOP10, 同时第三方外拓逐步发力, 占比稳步提升, 从 2016 年的 24% 持续提升至 2020H1 的 35%。

● 增值服务多元化发展, 加快放量

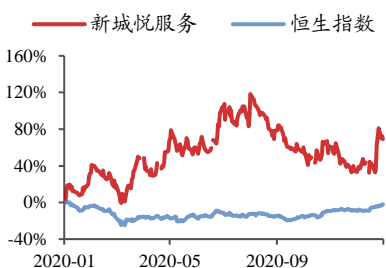
(1) **开发商增值服务**, 收入主要由新城系项目提供, 新城控股迎来竣工高峰期, 未来交付项目增长迅猛, 开发商增值服务增长可观。(2) **社区增值服务**, 新橙居等五项业务多元化发展, 盈利能力优秀, 2019 年社区增值服务毛利率 64.3%, 为公司各项业务最高。(3) **智慧园区服务**, 2020H1 实现营收 2.08 亿元, 同比增长 113%, 2015-2019 年年复合增长率 121%, 有望成为公司新利润增长点。

● 专业管理团队搭配完善激励机制

公司拥有内部培养、经验丰富的管理团队, 并且建立了完善的激励机制, 先后三次授出购股权或奖励股份, 实现了公司利益与管理层利益的深度绑定。

● 风险提示: 行业销售规模波动加大, 外拓业务不及预期, 人工成本上行压力。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,150	2,024	2,995	4,384	6,253
YOY(%)	32.73	76.01	47.96	46.41	42.61
净利润(百万元)	150	282	416	626	932
YOY(%)	104.88	87.51	47.42	50.60	48.92
毛利率(%)	27.96	29.48	29.64	29.86	29.96
净利率(%)	10.59	14.19	14.91	14.94	15.44
ROE(%)	17.80	30.52	36.34	41.94	45.44
EPS(摊薄/元)	0.18	0.34	0.51	0.76	1.14
P/E(倍)	95.85	51.12	34.68	23.02	15.46
P/B(倍)	17.06	15.60	12.60	9.66	7.03

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所 (汇率使用 2021 年 1 月 13 日: 1 HKD=0.83 RMB)

目 录

1、	背靠新城控股，快速成长的优质物管企业.....	4
1.1、	规模成长迅速的优秀物管企业	4
1.2、	管理团队专业，激励充分	4
1.3、	营收增速持续高位，增值服务发力明显.....	5
2、	物管服务：长三角发力，全国化布局，规模持续高增长.....	7
2.1、	盈利：成本管控持续改善，盈利能力稳步提升.....	7
2.2、	规模：长三角区域发力，全国化布局，合管比居于高位.....	8
2.3、	引擎：关联公司背景强大，外拓能力稳步提升.....	10
3、	开发商增值服务：竣工高峰期推动规模高增无虞.....	11
4、	社区增值服务：多元服务推动规模持续新高.....	12
5、	智慧园区服务：智慧服务，有望成为新利润增长点.....	15
6、	盈利预测与投资建议	17
7、	风险提示	19
附：	财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1：	公司发展历史悠久	4
图 2：	2020H1 公司营收同比增长 42.7%	6
图 3：	2020H1 公司毛利润同比增长 45.7%	6
图 4：	2020H1 公司归母净利润同比增长 61.2%	6
图 5：	2015 年后公司盈利能力持续提升	6
图 6：	2020H1 公司营收中增值服务占比升至 56.6%	7
图 7：	2020H1 公司毛利中增值服务占比升至 53.4%	7
图 8：	2020H1 公司物业管理服务和增值服务毛利率分别为 32.0%、28.1%	7
图 9：	2020H1 公司物业服务收入增长 33%	8
图 10：	2020H1 公司物业服务毛利率 32%	8
图 11：	公司 2016 年后期间费用占收入比例持续下降	8
图 12：	2020H1 公司合约管理面积达 1.67 亿平米	9
图 13：	2020H1 公司在管面积达 7122 万平米	9
图 14：	2020H1 公司“合约面积/在管面积”居于主流物管公司首位	10
图 15：	2020H1 公司合约面积中新城系占比 74%	10
图 16：	2020H1 公司在管面积中新城系占比 65%	10
图 17：	2012 年后新城控股集团销售面积持续提升、行业排名靠前	11
图 18：	公司战略并购诚悦时代物业	11
图 19：	公司与安居集团达成战略合作	11
图 20：	2015 年后开发商增值服务收入逐年提高.....	12
图 21：	2015 年后开发商增值服务毛利稳步增加.....	12
图 22：	2015 年后新城控股竣工面积稳定增长.....	12
图 23：	2020H1 开发商增值服务收入中案场占比 73%	12
图 24：	2020H1 公司社区增值服务实现营收 1.85 亿元.....	13
图 25：	2019 年社区增值服务营收中新橙居占比 45%	13

图 26: 新城控股 2019 年销售 56%分布在长三角	14
图 27: 东部城镇人均可支配收入远高于其他区域 (元)	14
图 28: 社区增值服务 2020H1 实现毛利 0.58 亿元	14
图 29: 2019 年公司社区增值服务毛利率处于同业高位	14
图 30: 2015 年后国内精装修住宅开盘套数稳步上升	15
图 31: 国内全装修渗透率远低于海外部分国家	15
图 32: 新城悦社区增值服务种类众多	15
图 33: 智慧园区服务 2020H1 实现营收 2.08 亿元	16
图 34: 智慧园区服务 2020H1 实现毛利 0.31 亿元	16
图 35: 智慧园区服务新签约项目新城系占比 82.2%	16
图 36: 向开发商提供的智慧园区服务占比达 87%	16
表 1: 2020 年 6 月和 2020 年 11 月所授出购股权及奖励股份的行权条件	5
表 2: 公司管理层专业经验丰富	5
表 3: 2020H1 公司合约面积长三角地区占比 52.6%	9
表 4: 2020H1 公司在管面积长三角地区占比 72.8%	9
表 5: 当前股价对应公司 2021 年 PE 估值略低于主流物管公司 PE 均值	18
表 6: 当前股价对应公司 2021 年 PB 估值略高于主流物管公司 PB 均值	18

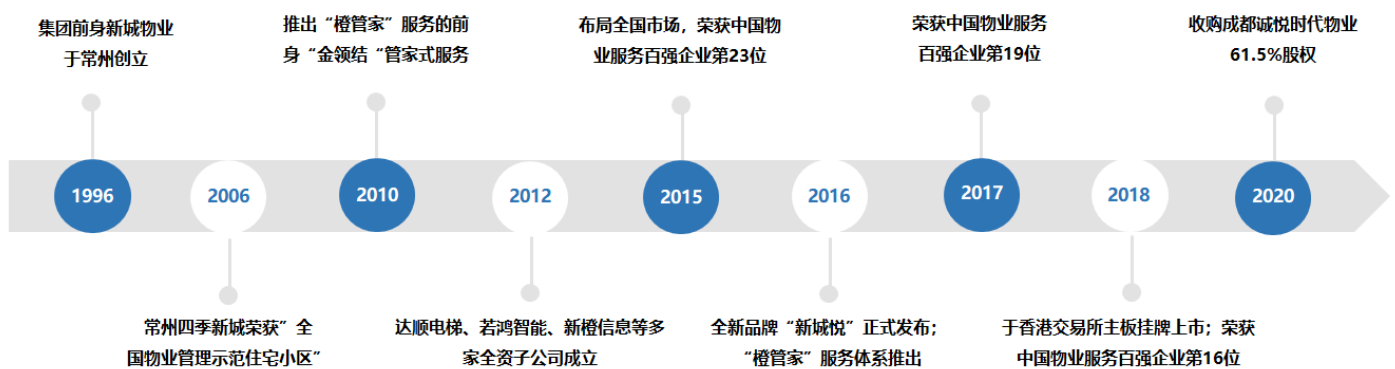
1、背靠新城控股，快速成长的优质物管企业

1.1、规模成长迅速的优秀物管企业

新城悦服务集团有限公司（以下简称“新城悦服务”）是跨足住宅服务、商业服务、办公服务的综合性物业管理服务企业，深耕行业 24 年。公司前身为新城物业，1996 年于常州成立。2005 年公司开始建立标准化服务体系，2010 年推出了“金领结”管家式服务，为“橙管家”服务体系的前身。2012 年开始公司成立了达顺电梯、若鸿智能等一系列子公司，2016 年全新品牌“新城悦”亮相，同年“橙管家”服务体系正式推出。2018 年公司成功于港交所挂牌上市。

自 2015 年布局全国市场开始，公司规模成长迅速，2015-2020 年公司于百强物业管理企业榜单的排名从第 23 位上升至第 11 位。截至 2020H1，公司合约管理面积 1.67 亿平米，在管面积 7122 万平米，2015-2019 年复合增长率达 33%。

图1：公司发展历史悠久



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、管理团队专业，激励充分

公司建立了充分的股权激励机制，先后三次授出购股权或奖励股份，充分激励了管理团队。

(1) 2019 年 9 月公司向 3 名执行董事及 29 名雇员授出共计 1600 万份股票期权，分三年授出，行权价 6.18 港元/股。

(2) 2020 年 6 月公司 10 名雇员授出 296 万份股票期权，行权价 19.90 港元/股，同时进一步向 3 名董事和 11 名雇员授出 500 万股奖励股份，授出价 9.95 港元/股，购股权和奖励股份的归属条件为 2020 年、2021 年、2022 年的归母净利润分别较 2019 年增长 40%、120%和 230%。

(3) 2020 年 11 月公司 1 名雇员授出 135 万份股票期权，行权价 20.85 港元/股，同时进一步向 1 名雇员授出 75 万股奖励股份，授出价 10.43 港元/股，购股权和奖励股份的归属条件为 2020 年、2021 年、2022 年的归母净利润分别较 2019 年增长 40%、

120%和 230%。

表1: 2020年6月和2020年11月所授出购股权及奖励股份的行权条件

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	2020年归母净利润相较2019年增幅至少40%，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	2021年归母净利润相较2019年增幅至少120%，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	2022年归母净利润相较2019年增幅至少230%及年度个人表现至少达致“合格”等级

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司管理团队专业经验丰富，且大多数为新城系集团内部培养。董事长兼首席执行官戚小明 2002 年加入新城系集团，曾任新城发展总裁助理等职位，拥有 18 年以上的房地产开发及管理经验，负责集团整体战略规划及运营管理。执行董事兰子勇与吴倩倩均为 2007 年加入新城系公司，亦拥有 10 年以上的行业从业经验。

表2: 公司管理层专业经验丰富

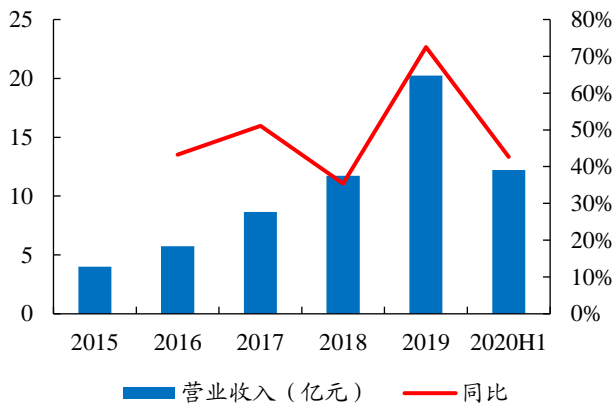
姓名	职位	履历
戚小明	董事长、首席执行官	2002-2015 年先后于江苏新城、常州新城担任分公司总经理等职务，2015 年加入公司，同时 2015.03-2016.06 曾担任新城发展总裁助理。目前戚先生任公司董事长兼总经理、首席执行官
兰子勇	执行董事、副总经理	2007-2011 年于江苏新城担任销售部副经理及总裁秘书，2011 年加入公司，担任公司经理助理，现任公司执行董事兼副总经理
吴倩倩	执行董事、副总经理	2007-2012 年于常州新城担任客服经理兼销售经理，2012 年加入公司，历任经理助理、常州分公司总经理等多个职务，现任公司执行董事兼副总经理
王晓松	非执行董事	2019 年起担任新城控股董事长，目前为本公司非执行董事
陈忠明	非执行董事	2001 年加入新城发展控股，2002 年任江苏新城财务总经理，2011 年出任新城控股副总裁，现为公司非执行董事
吕小平	非执行董事	2001 年加入新城发展控股，2001-2004 年任新城控股副总裁，2004 年起一直出任江苏新城董事兼总裁

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、营收增速持续高位，增值服务发力明显

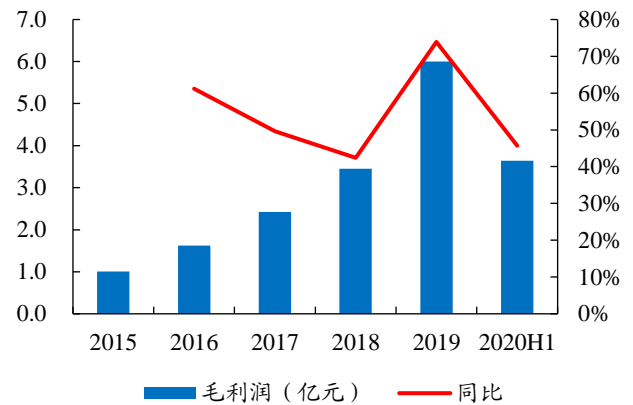
2020H1 公司实现营收 12.22 亿元，同比增长 42.7%；营收增速自 2015 年后始终维持在 35%以上，主要受益于公司在管面积的稳步提升和增值服务的持续放量。公司业绩端表现优异，2020H1 实现毛利润 3.64 亿元，同比增长 45.7%，归母净利润 1.89 亿元，同比增长 61.2%。公司 2020H1 毛利率和净利率分别为 29.8%、16.8%，2015 年后持续保持上升趋势。

图2: 2020H1 公司营收同比增长 42.7%



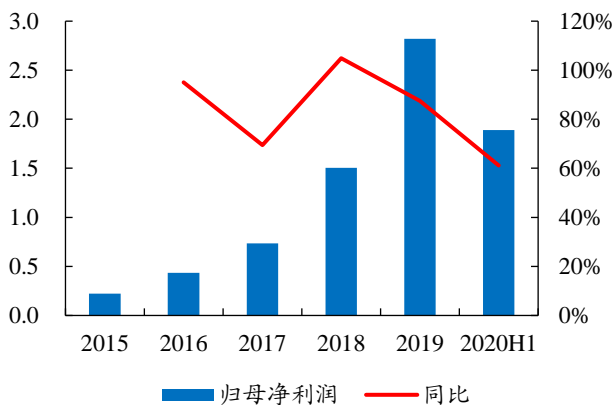
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图3: 2020H1 公司毛利润同比增长 45.7%



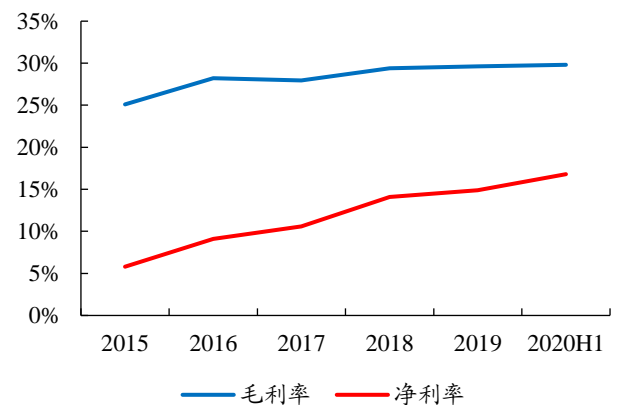
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 2020H1 公司归母净利润同比增长 61.2%



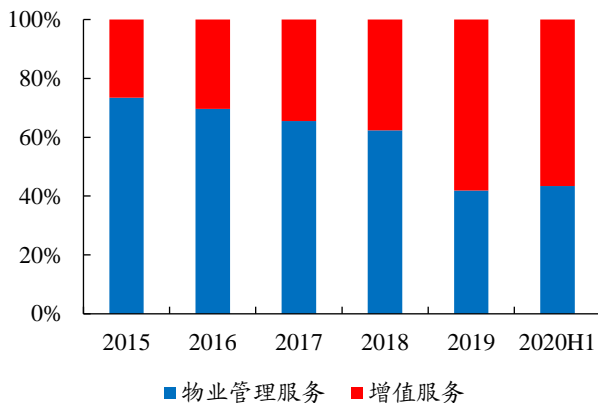
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 2015 年后公司盈利能力持续提升

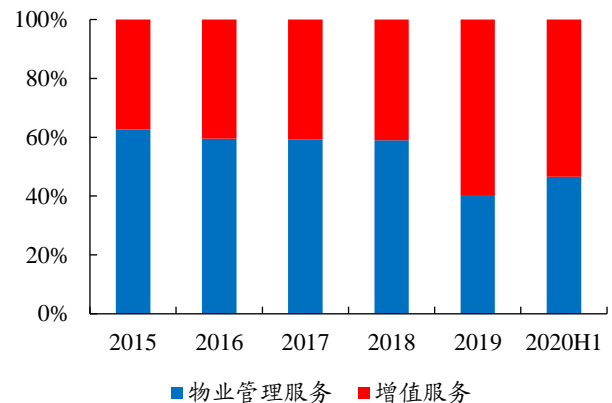


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

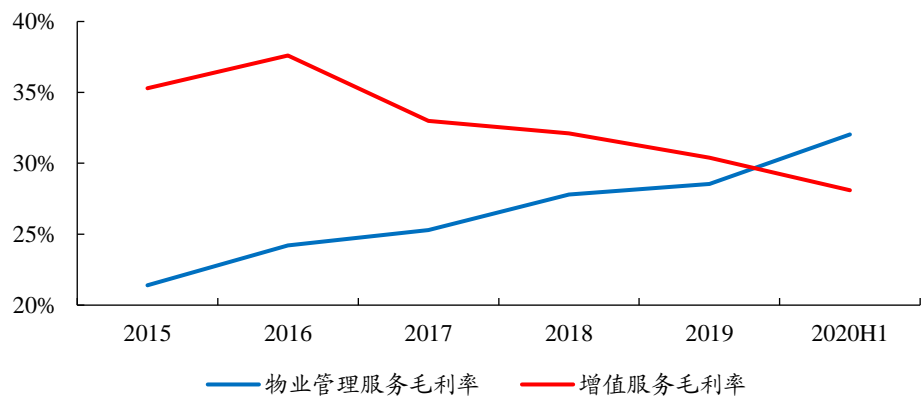
从收入结构看, 公司的主要营收来源为物业管理服务、开发商增值服务、社区增值服务、智慧园区增值服务四大业务, 其中后三类业务统称为公司的增值服务。自 2015 年起公司增值服务加快放量, 对业绩的贡献稳步提升, 2019 年营收和毛利占比均首次超过物业管理服务, 截至 2020H1 公司增值服务的营收和毛利占比分别为 56.6% 和 53.4%。

图6: 2020H1 公司营收中增值服务占比升至 56.6%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 2020H1 公司毛利中增值服务占比升至 53.4%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

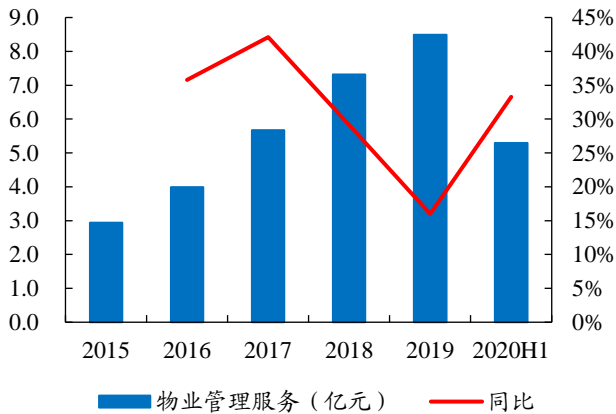
图8: 2020H1 公司物业管理服务和增值服务毛利率分别为 32.0%、28.1%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

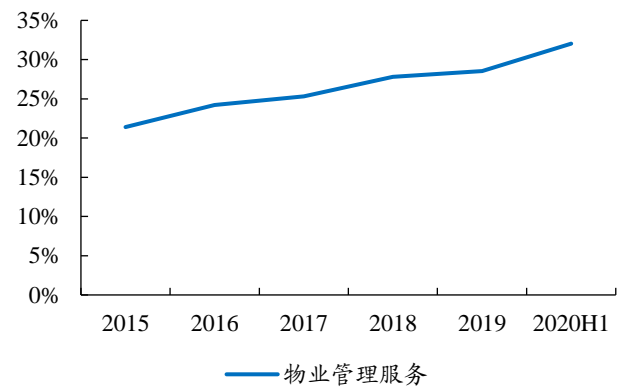
2、物管服务: 长三角发力, 全国化布局, 规模持续高增长

2.1、盈利: 成本管控持续改善, 盈利能力稳步提升

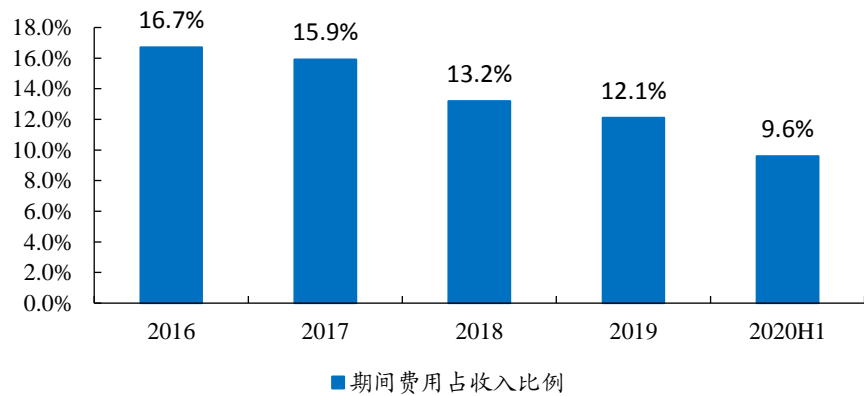
截至 2020H1, 公司物业管理服务收入 5.3 亿元, 同比增长 33.3%。公司成长较好, 主要源于新城系项目的持续注入和公司对于第三方的积极拓展。此外, 公司成本管控能力持续提升, 规模效应带动期间费用下降, 物业服务毛利率持续提升, 2020H1 物业服务毛利率达 32%。

图9: 2020H1 公司物业服务收入增长 33%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 2020H1 公司物业服务毛利率 32%


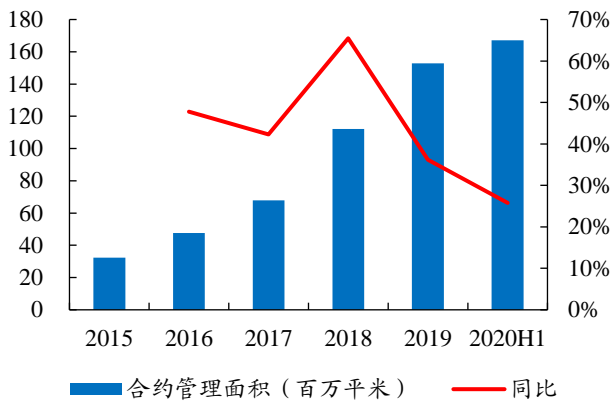
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 公司 2016 年后期间费用占收入比例持续下降


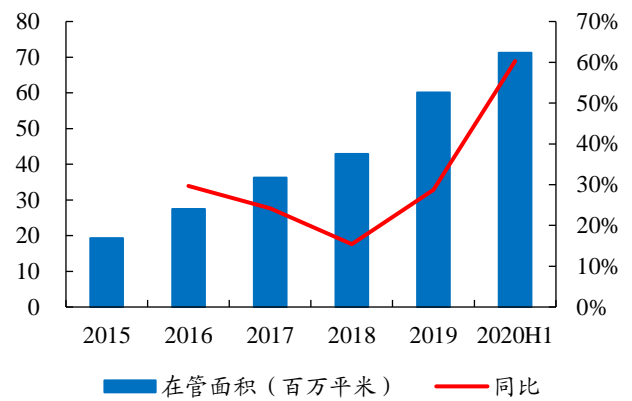
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、规模: 长三角区域发力, 全国化布局, 合管比居于高位

截至 2020H1, 公司在 62 个城市提供物业管理服务及增值服务业务, 合约管理面积 1.67 亿平方米, 同比增长 25.8%; 在管面积 7122 万平方米, 同比增长 60.3%。目前长三角地区为公司的重点深耕地区, 合约面积占比为 52.6%, 在管面积占比为 72.8%。此外, 公司不断拓展中西部地区项目, 中西部地区在管面积占比提升至 19.8%。

图12: 2020H1 公司合约管理面积达 1.67 亿平米


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 2020H1 公司在管面积达 7122 万平米


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表3: 2020H1 公司合约面积长三角地区占比 52.6%

地区	2017	2018	2019	2020H1
长三角	80.0%	64.1%	55.7%	52.6%
其中: 江苏省	60.4%	48.6%	42.4%	39.9%
环渤海	3.1%	7.7%	10.0%	10.6%
中西部	13.2%	20.9%	22.9%	25.2%
珠三角	0.9%	2.2%	3.5%	3.2%
其他地区	2.8%	5.1%	7.9%	8.4%

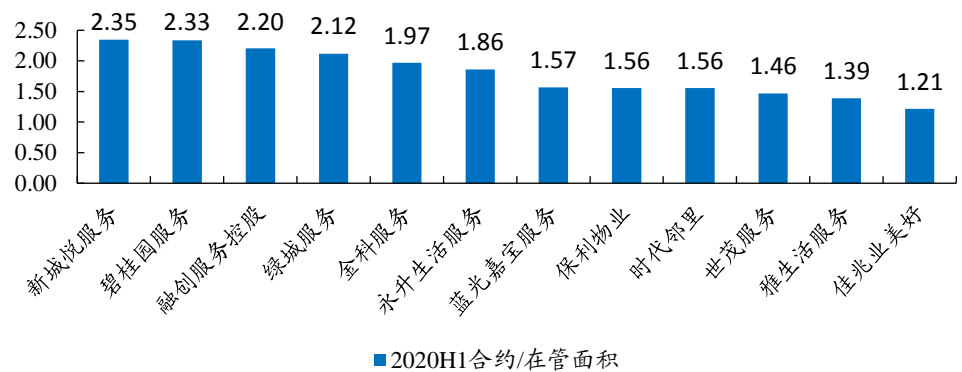
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表4: 2020H1 公司在管面积长三角地区占比 72.8%

地区	2017	2018	2019	2020H1
长三角	87.8%	86.7%	80.8%	72.8%
其中: 江苏省	71.0%	68.1%	60.7%	54.2%
环渤海	1.4%	1.7%	3.7%	4.8%
中西部	8.9%	9.6%	12.5%	19.8%
珠三角	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%
其他地区	1.9%	2.0%	2.5%	2.1%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

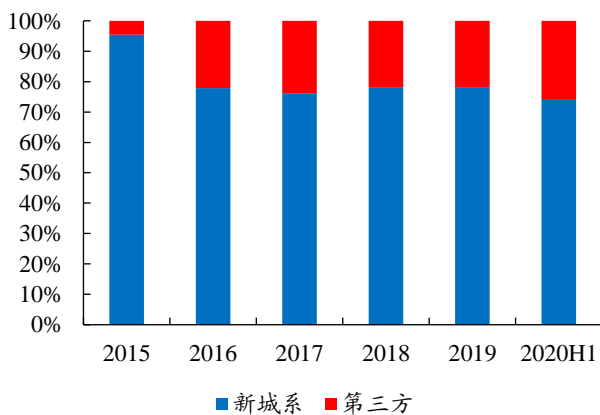
关联公司新城系“注入+积极外拓”，公司保持了充足的项目储备，截至2020H1公司合管比（合约面积/在管面积）为2.35，居于主流物管公司首位，未来储备项目将陆续转化为公司的在管面积，业绩增长有充分保障。

图14: 2020H1 公司“合约面积/在管面积”居于主流物管公司首位


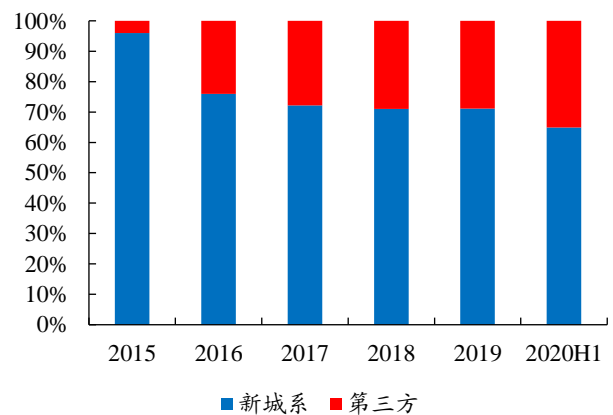
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.3、引擎: 关联公司背景强大, 外拓能力稳步提升

截至 2020H1, 从项目来源看, 公司合约面积中来自关联地产公司新城控股的项目达 1.24 亿平方米, 占比 74%; 在管面积中来自新城系的为 0.46 亿平方米, 占比 65%。从趋势看, 第三方外拓占比在持续提升。

图15: 2020H1 公司合约面积中新城系占比 74%


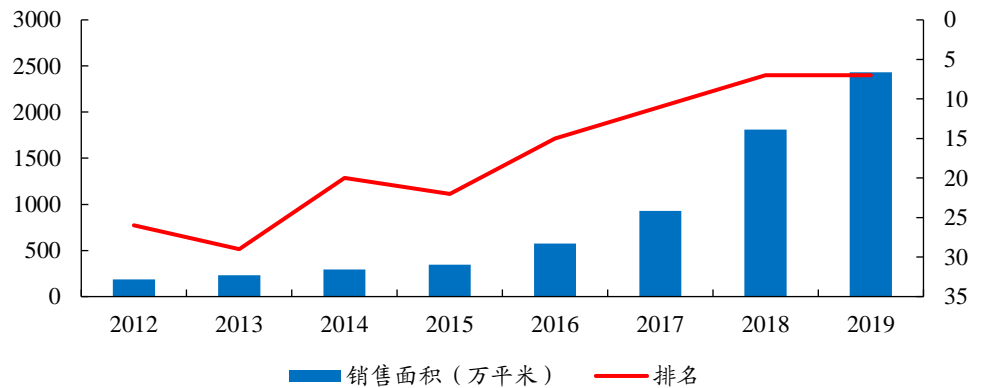
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图16: 2020H1 公司在管面积中新城系占比 65%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司背靠新城控股, 2019 年新城控股销售面积达 2432 万平米, 同比增长 34.2%。行业排名持续稳步提升, 从 2015 年的行业 21 名持续提升至 2019 年的行业第 8 名。随着集团销售规模的持续提升, 后续交付给新城悦服务的项目规模也在持续增长, 规模效应显著。且考虑到新城悦服务品质优异, 对产品销售去化、后续增值均有一定利好效应, 因此第三方在外拓中有更强话语权, 也进一步保障公司管理面积的稳步提升。

图17: 2012年后新城控股集团销售面积持续提升、行业排名靠前



数据来源: 公司公告、CRIC、开源证券研究所

公司外拓能力卓越，战略并购及战略合作促发展。2020年5月7日，公司以1.04亿元人民币对价获取诚悦时代物业61.5%股权；以股权合作方式实现区域深耕，2020年6月27日，公司与安居集团达成战略合作，成立安居悦物业服务以全力打造地方性标杆物业企业。

图18: 公司战略并购诚悦时代物业



资料来源: 公司官网

图19: 公司与安居集团达成战略合作



资料来源: 公司官网

3、开发商增值服务: 竣工高峰期推动规模高增无虞

截至2020H1，开发商增值服务收入为2.98亿元，同比增长8.8%；开发商增值服务毛利为0.84亿元，毛利率28.3%，毛利占比23.2%。2015年以来，开发商增值服务毛利呈上升趋势，而毛利率自2017年后也在持续提升。

从开发商增值服务收入分部看，有以下三部分：

(1) **咨询服务**：即整个物业开发周期的物业咨询服务，包括设计咨询，在交付

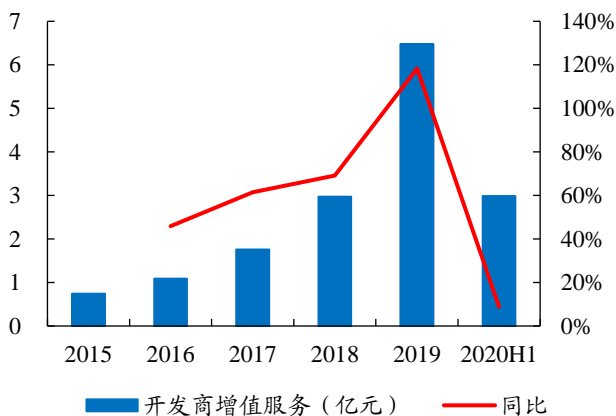
后亦为开发商提供临时协助，如就质保期内的物业维护与物业开发商联络及协调。

(2) 案场服务：开发商提供现场及样板房保洁、保安巡查及维护、停车、接待及指引服务，以提升潜在业主的参观体验。以及为潜在业主组织服务活动及其他相关客户服务。

(3) 验房服务：开发商提供房屋交付前现场验收及风险评估服务。

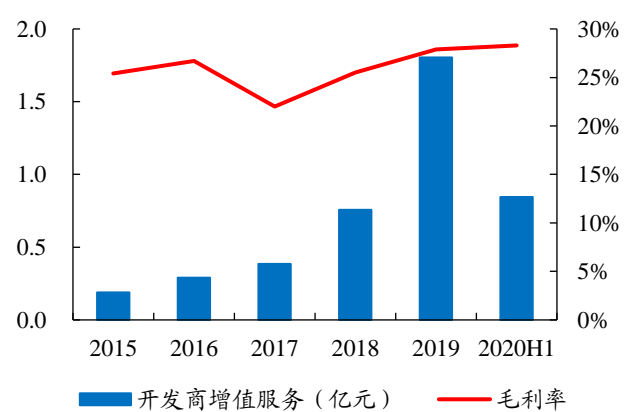
截至 2020H1，公司咨询服务占比 12%，验房服务占比 15%，案场服务占比最高，达 73%。从收入来源看，开发商增值服务收入主要由关联公司新城系提供，2019 年新城系贡献 94.2%。自 2015 年来，新城控股竣工面积逐年稳步提升，为公司开发商增值服务收入提供保障。

图20: 2015年后开发商增值服务收入逐年提高



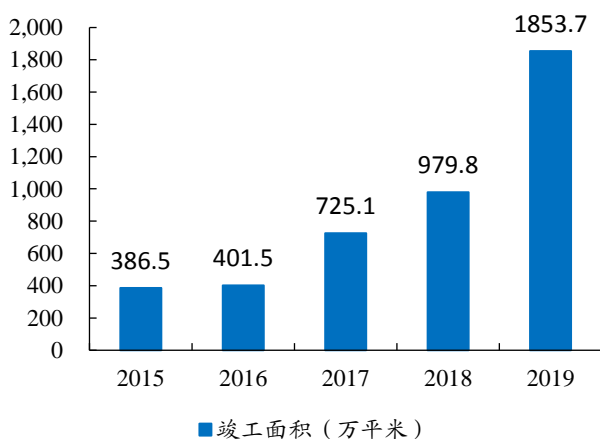
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21: 2015年后开发商增值服务毛利稳步增加



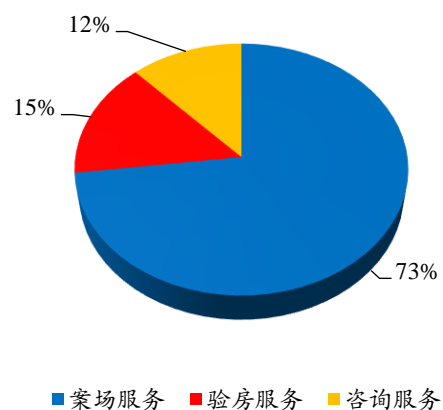
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22: 2015年后新城控股竣工面积稳定增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23: 2020H1 开发商增值服务收入中案场占比 73%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、社区增值服务：多元服务推动规模持续新高

公司 2020H1 社区增值服务实现营收 1.85 亿元，同比增长 94.7%，仅上半年便已经超过了该业务 2019 年全年的营收。作为公司重点培育的板块，社区增值服务增长迅速，2015-2019 年年复合增长率达 78.9%，营收占比也从 2015 年的 4.3% 上升至 2020H1 的 15.2%。

社区增值服务主要有五项业务，分别是：

(1) 新橙居：公司于 2019 年将原拎包入住业务升级，深入挖掘项目装修需求，提供广泛的装修服务。2019 年该业务实现营收 0.80 亿元，在社区增值服务中占比 45%，为占比最高的细分业务。

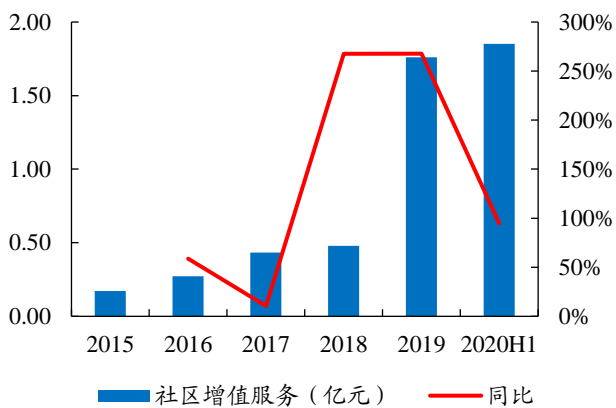
(2) 橙享家：为 2018 年新开辟业务板块，提供资产管理服务，目前主要业务尾盘车位的销售，2019 年实现营收 0.61 亿元。

(3) 新悦荟：主要提供公共资源管理服务，比如社区内的电动车充电服务，共享服务，回收服务等，2019 年实现营收 0.23 亿元。

(4) 新橙社：提供线上产品的销售和服务，产品包括家用电器、水果、家居用品等，2019 年实现营收 0.12 亿元。

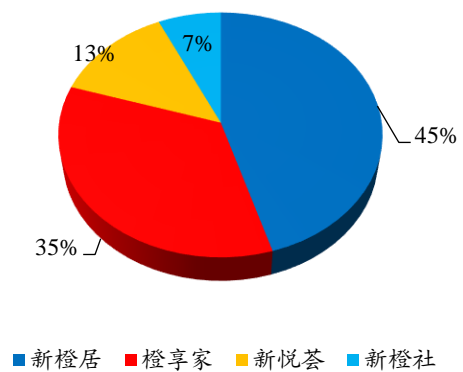
(5) 悦食尚：公司 2020 年成功收购诚悦时代后引入悦食尚，提供食堂及宴会级别的餐饮接待服务，2020H1 实现收入 0.09 亿元，占社区增值服务的 4.8%。

图24：2020H1 公司社区增值服务实现营收 1.85 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：2019 年社区增值服务营收中新橙居占比 45%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

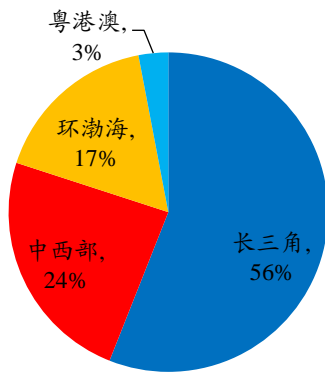
我们认为，新城悦服务的增值服务探索和开展非常顺畅，主要来自于两大优势：

优势一：集团内部赋予的资源禀赋优势及运营管控经验。新城集团内部资源丰富，在住宅开发、商业运营等方面均具备丰富经验，根据公司公告，预计 2020 年年底吾悦广场运营商场数接近 93 个。尽管吾悦广场的开发、运营管控权不在新城悦服务体系内，但集团在商业运营、管控上的能力是其他企业无法比拟的，并且商业运营往往比住宅物业管理具备更高的技术门槛。服务的本质在于人与体系，未来公司在业态拓展有更多可能性，在服务体系的搭建和完善上有先发优势。

优势二：集团集中布局东部发达区域，长三角项目密度高。从新城集团的发展

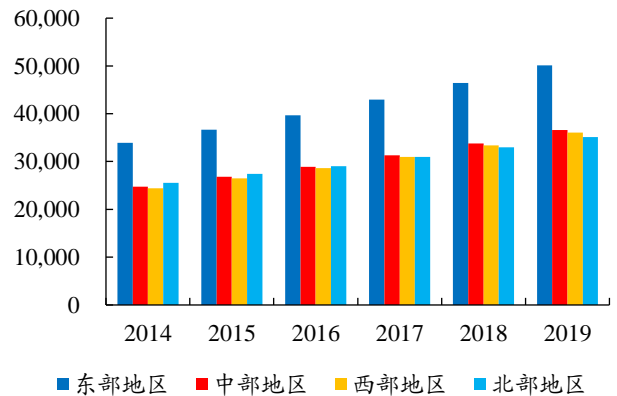
历程看，公司起步于长三角常州，在长三角持续深耕多年，截至2020年7月，新城控股的销售额在一线、二线、长三角三四线、其他三四线占比分别为10%、34%、39%、17%，布局在经济发达的区域，同时较高的项目分布密度均使得增值服务开展更易被业主认同与接受。从发展脉络看，集团仍会加大在核心城市的布局，这为新城悦服务增值服务的开展提供更大的便利性。

图26: 新城控股2019年销售56%分布在长三角



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

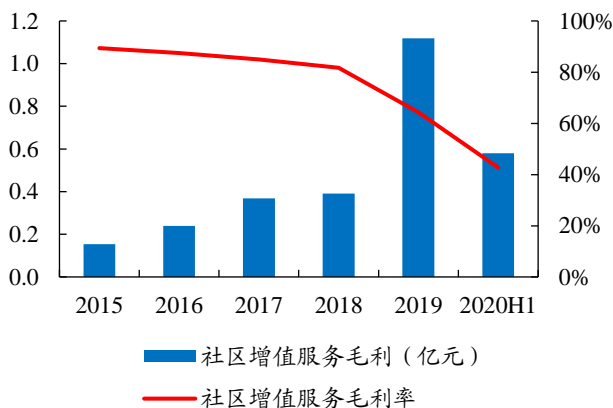
图27: 东部城镇人均可支配收入远高于其他区域(元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

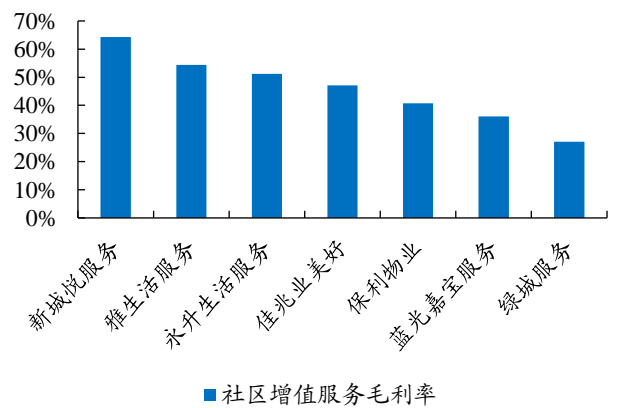
毛利方面，社区增值服务2020H1实现毛利0.58亿元，毛利率42.7%，较之前水平有所下降，2019年开始毛利率下降的主要原因是公司新开展了包括尾盘车位销售在内的一系列新业务，前期成本投入较大拉低了毛利率。尽管社区增值服务毛利率有所降低，但依然远高于公司其他业务的毛利率；同时横向对比2019年业内其他公司的增值服务毛利率水平，公司依旧处于高位，公司社区增值服务的盈利能力依然非常可观。

图28: 社区增值服务2020H1实现毛利0.58亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

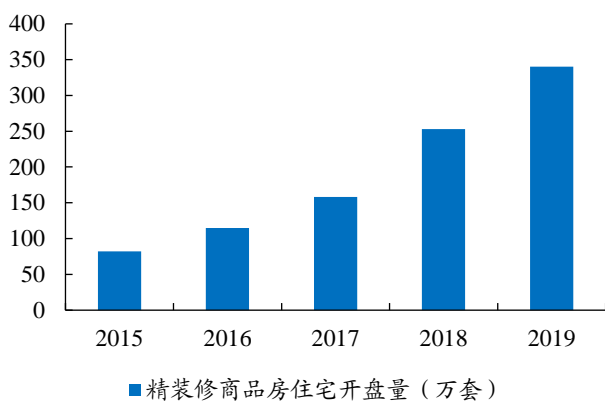
图29: 2019年公司社区增值服务毛利率处于同业高位



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

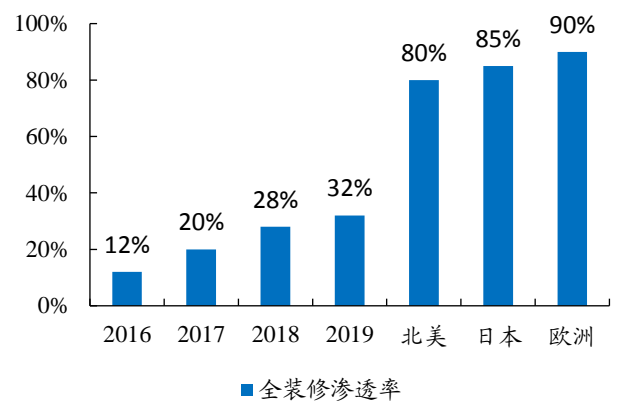
从增值服务围绕方向看，公司社区增值服务基本围绕“食、住、行”领域，目前新橙居收入占比较多，与美的、海尔、全友、松鼠家多个知名品牌展开合作。随着居民生活水平的持续提升，新房装修和二次装修蓝海广阔。根据智研咨询，2019年国内商品房住宅精装修开盘套数约为340万套。从渗透率方面，我国全装修覆盖率不足三分之一，2016年仅12%，2018年全装修覆盖率28%，2019年约为32%。渗透率维持较低水平，房屋交付后业主对装修装饰服务需求较大。同时即使房屋精装修交付，公司仍可在精装修交付基础上继续提供家电、家具购买等协助服务。随着公司在项目上和业主黏性持续增强，我们判断，新橙居业务未来发展势头将继续保持良好态势。

图30: 2015年后国内精装修住宅开盘套数稳步上升



数据来源: 智研咨询、开源证券研究所

图31: 国内全装修渗透率远低于海外部分国家



数据来源: 智研咨询、开源证券研究所

图32: 新城悦社区增值服务种类众多



资料来源: 公司公告

5、智慧园区服务: 智慧服务, 有望成为新利润增长点

公司的智慧园区服务板块2020H1实现营收2.08亿元,同比增长113%,2015-2019年复合增长率121%;实现毛利0.31亿元,毛利率14.9%。2020H1公司智慧园区服

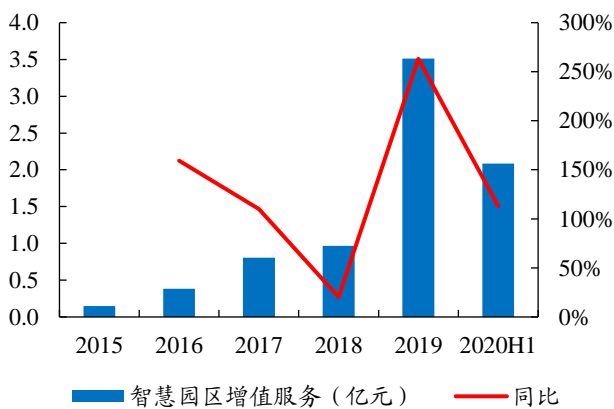
务新签约金额 2.6 亿元，其中来自新城系的项目为主，占比达 82.2%。

智慧园区服务业务主要分为向业主提供的智慧园区服务和向开发商提供的智慧园区服务：

(1) **向开发商提供的智慧园区服务**：主要是为即将交付的园区安装智能化设备，该业务 2019 年实现营收 3.06 亿元，是智慧园区服务的主要营收贡献部分，占比达 87%。

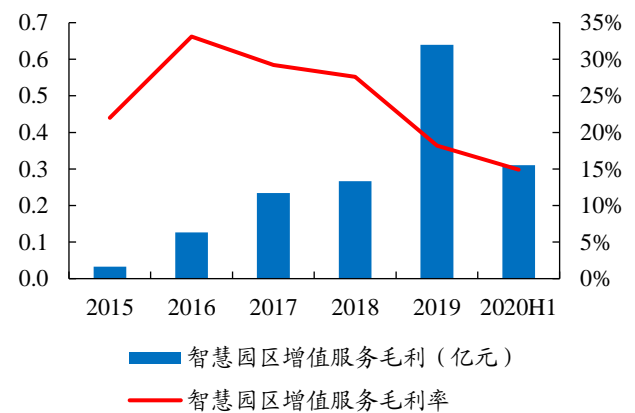
(2) **向业主提供的智慧园区服务**：主要面向完成交付后的园区，满足园区内智能设备的维保及升级需求，同时也向园区内的业主提供智慧家居解决方案。2019 年该业务实现营收 0.45 亿元，在全部智慧园区服务营收中占比 13%。

图33: 智慧园区服务 2020H1 实现营收 2.08 亿元



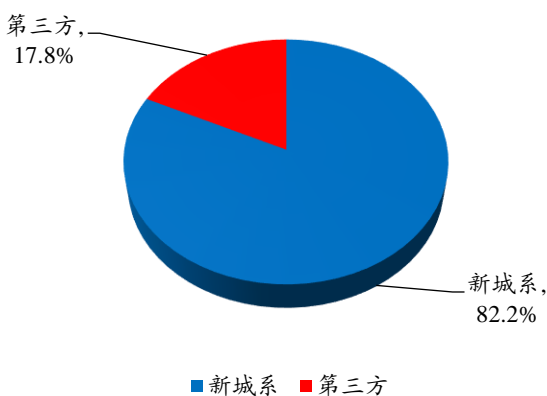
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34: 智慧园区服务 2020H1 实现毛利 0.31 亿元



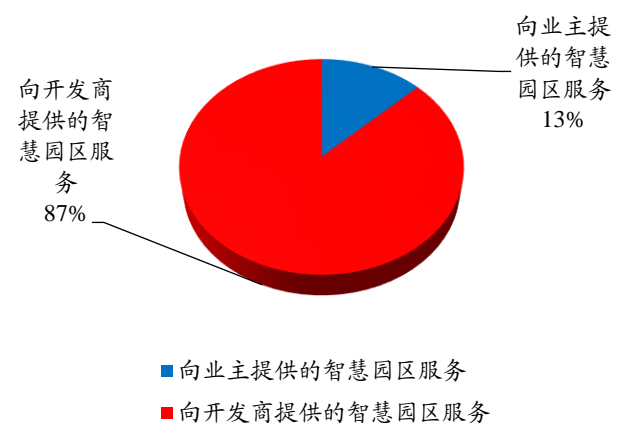
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35: 智慧园区服务新签约项目新城系占比 82.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36: 向开发商提供的智慧园区服务占比达 87%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司智慧园区服务业务目前增长体量不大，但市场化能力逐步得到印证。公司新增签约额中 18%来自第三方物业，目前业态类型涵盖住宅、综合体、办公楼，包括多个一线城市的综合体项目、肿瘤治疗中心项目等，2019 年公司共完工 14 个大型

商场项目，为商场及办公楼智慧停车提供方案。

从关联公司新城控股看，早在 2018 年公司就将“科技赋能”作为发展战略之一，持续加强大数据、人工智能、虚拟现实等科技应用，并且指出公司已布局中长期的信息化建设，通过全面监控项目现场动态、信息化管控项目运营，减少低效用工。而传统物业行业本身就是人员密集型行业，集团内部科技加持利好物管服务智能水平的提升，也为智慧园区服务业务开展护航。

6、盈利预测与投资建议

公司目前的营收分为物业管理服务、开发商增值服务、社区增值服务和智慧园区服务四项业务，我们分别对这四项业务进行预测。

基础物业服务：背靠地产集团，业务发展稳定，新城控股销售规模保持稳健增长，给公司在管面积增长提供了有力支撑；同时公司积极增大外拓力度，第三方项目占比稳步增加。因此我们预计公司 2020-2022 年的在管面积约为 0.94、1.39、1.98 亿平方米，对应物业管理服务营收为 12.8、19.2、28.1 亿元，同比增速分别为 50%、51%、46%。

开发商增值服务：公司的开发商增值服务收入主要来源于案场服务业务，而项目则主要为新城系项目，考虑到新城控股竣工面积稳步增加，我们预计 2020-2022 年开发商增值服务收入分别为 8.7、11.8、15.4 亿元，对应增速分别为 35%、35%、30%。

社区增值服务：毛利率有所下降，但仍处于业内较高水平，盈利能力优秀，考虑到尾盘销售等业务的逐渐展开，未来毛利率将有所回升，释放出更大业绩潜力。我们预计 2020-2022 年社区增值服务营收分别为 3.4、5.7、9.1 亿元，同比增速分别为 90%、70%、60%。

智慧园区服务：营收主要受项目施工和交付进度的影响，2019 年营收增速明显回升，我们预计 2020-2022 年智慧园区服务营收分别为 5.1、7.1、10.0 亿元，对于同比增速分别为 45%、40%、40%。

综上，我们预计公司 2020-2022 年营收为 30.0、43.8、62.5 亿元，同比增长 48%、46%和 43%。

表5: 当前股价对应公司 2021 年 PE 估值略低于主流物管公司 PE 均值

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
6049.HK	保利物业	292	4.9	7.0	9.4	12.7	59.5	42.0	30.9	23.0
001914.SZ	招商积余	256	2.9	6.0	8.3	10.9	89.5	42.9	31.0	23.4
2669.HK	中海物业	143	4.8	5.6	7.3	8.8	29.6	25.3	19.6	16.2
2869.HK	绿城服务	259	4.8	6.7	8.7	11.2	54.2	38.5	29.7	23.0
002968.SZ	新大正	57	1.0	1.3	1.8	2.2	54.3	42.4	32.3	25.5
9666.HK	金科服务	417	3.7	6.1	10.1	14.3	113.7	68.3	41.4	29.1
1995.HK	永升生活	321	2.2	3.8	5.7	8.5	143.6	84.7	56.1	37.9
6098.HK	碧桂园服务	1529	16.7	22.9	30.6	40.8	91.5	66.9	50.0	37.5
3319.HK	雅生活服务	410	12.3	17.3	22.6	28.4	33.3	23.7	18.1	14.4
9909.HK	宝龙商业	141	1.8	3.0	4.2	5.8	79.2	47.6	33.3	24.4
3662.HK	奥园健康	31	1.6	2.5	3.8	5.0	19.3	12.5	8.2	6.3
603506.SH	南都物业	28	1.1	1.5	1.9	2.3	24.4	19.1	15.0	12.2
2606.HK	蓝光嘉宝	52	4.3	5.8	7.8	10.5	12.2	9.0	6.7	5.0
	均值						61.9	40.2	28.7	21.4
1755.HK	新城悦服务	144	2.8	4.2	6.3	9.3	51.1	34.7	23.0	15.5

数据来源: Wind、开源证券研究所 (除保利物业、金科服务、南都物业、碧桂园服务、永升生活服务、新城悦服务外, 其他物管公司均使用 wind 一致预期, 数据截至 2021 年 1 月 13 日; 汇率: 1 HKD=0.83 RMB)

表6: 当前股价对应公司 2021 年 PB 估值略高于主流物管公司 PB 均值

代码	公司	收盘价 (元 RMB)	每股净资产				PB			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
6049.HK	保利物业	53	9.5	10.3	11.2	11.2	5.6	5.1	4.7	4.7
001914.SZ	招商积余	24	7.5	8.0	8.6	9.5	3.2	3.0	2.8	2.5
2669.HK	中海物业	4	0.4	0.5	0.7	0.9	10.5	8.6	6.4	4.9
2869.HK	绿城服务	8	1.0	1.6	1.8	2.0	8.1	5.0	4.6	3.9
002968.SZ	新大正	53	10.5	8.1	9.4	11.0	5.0	6.5	5.6	4.8
9666.HK	金科服务	64	0.8	8.4	9.1	10.4	83.7	7.6	7.0	6.1
1995.HK	永升生活	19	0.7	0.8	1.0	1.4	28.0	23.5	18.4	13.7
6098.HK	碧桂园服务	52	2.0	2.5	3.2	4.3	26.3	21.0	16.1	12.2
3319.HK	雅生活服务	31	4.6	5.1	6.4	7.9	6.6	6.0	4.8	3.9
9909.HK	宝龙商业	22	2.6	2.9	3.3	3.9	8.3	7.5	6.7	5.6
3662.HK	奥园健康	31	1.6	2.5	3.8	5.0	19.3	12.5	8.2	6.3
603506.SH	南都物业	28	1.1	1.5	1.9	2.3	24.4	19.1	15.0	12.2
2606.HK	蓝光嘉宝	52	4.3	5.8	7.8	10.5	12.2	9.0	6.7	5.0
	均值						18.6	10.3	8.2	6.6
1755.HK	新城悦服务	18	1.1	1.4	1.8	2.5	15.6	12.6	9.7	7.0

数据来源: Wind、开源证券研究所 (除保利物业、金科服务、南都物业、碧桂园服务、永升生活服务、新城悦服务外, 其他物管公司均使用 wind 一致预期, 数据截至 2021 年 1 月 13 日; 汇率: 1 HKD=0.83 RMB)

新城悦服务背靠新城控股，竣工交付高峰期来临，成长性佳，规模效应明显；同时优质物管品牌持续赋能增值服务，未来增长空间可观。此外，公司具备完善的激励机制，持续加深管理层与公司利益的一致性。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 4.16、6.26、9.32 亿元，同比增长 47%、51%、49%，对应 EPS 为 0.51、0.76、1.14 元，当前股价对应 PE 为 34.7、23.0、15.5 倍。行业可比公司 2020-2022 年对应 PE 分别为 40.2、28.7、21.4 倍，公司具备更优异的成长性，目前估值具备较大吸引力。首次覆盖给予“买入”评级。

7、风险提示

(1) 宏观环境风险：宏观经济不景气，居民可支配收入低迷，支付能力有所下降，影响行业收缴率水平；

(2) 行业盈利恶化风险：人工成本持续上行，物管费提价较难，行业毛利空间持续压缩；

(3) 行业成长性下滑风险：市场竣工持续处于低位，物管公司从合同储备项目向在管项目转化周期拉长；

(4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动；企业收并购存在误判风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,498	2,052	2,521	3,485	4,577
现金	1,278	1,339	1,810	2,407	3,150
应收账款	211	363	526	839	1,116
存货	9	11	14	18	23
其他流动资产	-0	339	170	221	287
非流动资产	54	148	190	245	317
固定资产及在建工程	8	9	10	11	12
无形资产及其他长期资产	46	139	180	234	305
资产总计	1,552	2,200	2,711	3,730	4,893
流动负债	679	1,215	1,491	2,138	2,707
短期借款	-0	-0	-0	-0	-0
应付账款	72	254	228	478	529
其他流动负债	608	961	1,263	1,660	2,178
非流动负债	6	18	23	30	39
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	6	18	23	30	39
负债合计	685	1,233	1,514	2,168	2,746
股本	57	57	57	57	57
储备	788	868	1,087	1,437	1,995
归母所有者权益	845	924	1,144	1,493	2,052
少数股东权益	22	43	53	69	95
负债和股东权益总计	1,552	2,200	2,711	3,730	4,893

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	192	545	482	899	1,146
税前利润	211	392	581	879	1,316
折旧和摊销	3	10	15	22	33
营运资本变动	(459)	(502)	(781)	(1,060)	(1,281)
其他	438	645	667	1,058	1,077
投资活动现金流	4	(264)	120	(149)	(223)
资本开支	4	5	6	7	8
其他	(0)	(268)	114	(156)	(231)
融资活动现金流	430	(225)	(132)	(155)	(183)
股权融资	897	-0	-0	-0	-0
银行借款	-0	-0	-0	-0	-0
其他	(467)	(225)	(132)	(155)	(183)
汇率变动对现金的影响	18	2	2	2	2
现金净增加额	644	58	471	597	743
期末现金总额	1,278	1,339	1,810	2,407	3,150

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,150	2,024	2,995	4,384	6,253
营业成本	811	1,424	2,101	3,071	4,381
营业费用	144	234	351	491	639
管理费用	7	11	17	24	32
其他收入/费用	17	21	33	52	79
营业利润	204	375	559	851	1,280
净财务收入/费用	6	17	22	28	37
其他利润	12	33	43	57	73
利润总额	211	392	581	879	1,316
所得税	47	90	134	202	303
少数股东损益	13	20	32	51	81
归母净利润	150	282	416	626	932
EBITDA	214	402	618	929	1,386
扣非后净利润	140	270	398	599	892
EPS(港元)	0.18	0.34	0.51	0.76	1.14

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	32.73	76.01	47.96	46.41	42.61
营业利润(%)	86.32	86.16	48.25	51.27	49.75
归属于母公司净利润(%)	104.88	87.51	47.42	50.60	48.92
获利能力					
毛利率(%)	27.96	29.48	29.64	29.86	29.96
净利率(%)	10.59	14.19	14.91	14.94	15.44
ROE(%)	17.80	30.52	36.34	41.94	45.44
ROIC(%)					
偿债能力					
资产负债率(%)	76.76	44.14	56.04	55.85	58.12
净负债比率(%)	(147.37)	(138.50)	(158.26)	(161.22)	(153.51)
流动比率	2.20	1.69	1.69	1.63	1.69
速动比率	2.19	1.68	1.68	1.62	1.68
营运能力					
总资产周转率	0.97	1.08	1.22	1.36	1.45
应收账款周转率	11.18	10.34	5.69	5.23	5.60
应付账款周转率	11.29	5.60	9.20	6.42	8.28
存货周转率	131.21	148.22	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.34	0.51	0.76	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.66	0.59	1.10	1.40
每股净资产(最新摊薄)	1.03	1.13	1.39	1.82	2.50
估值比率					
P/E	95.85	51.12	34.68	23.02	15.46
P/B	17.06	15.60	12.60	9.66	7.03

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn