

买入 (首次)

目标价: 14.80 港元

现价: 10.94 港元

预期升幅: 35%

市场数据

日期 2020.07.03

收盘价(港元)	10.94
总股本(亿股)	9.09
总市值(亿港元)	99.41
净资产(亿元)	8.96
总资产(亿元)	15.01
每股净资产(元)	0.99

数据来源: Wind

相关报告

《业务保持高速扩张》20190313
《扎根湾区高速增长的物管公司》20191211

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

9928.HK 时代邻里

扎根大湾区, 多元业务高速发展

2020年07月05日

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,081	1,865	2,950	4,309
同比增长(%)	55.4	72.4	58.2	46.1
净利润(百万元)	120	223	400	625
同比增长(%)	89.1	85.5	79.7	56.1
毛利率(%)	28.2	29.0	29.9	30.9
净利润率(%)	8.9	11.9	13.6	14.5
净资产收益率(%)	10.7	21.0	29.4	34.1
每股核心收益(分)	13.2	24.5	44.1	68.8
每股股息(分)	3.3	6.8	12.2	19.1

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 14.80 港元。**时代邻里深耕大湾区, 形成了完善的区域布局, 多元的业务类型, 通过内生+外延的发展模式高速扩张, 上市后已经完成 3 笔并购, 管理层执行力强。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 18.7、29.5 和 43.1 亿元, 分别同比增长 72.4%、58.2% 和 46.1%; 归母净利润分别为 2.2、4.0 和 6.3 亿元, 分别同比增长 85.5%、79.7% 和 56.1%, 增速远高于行业平均水平。**首次评级覆盖给予“买入”评级, 目标价 14.80 港元, 相当于 2021 年 30 倍 PE。**
- **扎根大湾区, 持续高速发展:**公司脱胎于时代中国, 共同深耕大湾区。截至 2019 年末, 公司 86.9% 的在管物业集中在大湾区城市, 规模效应明显。公司的在管面积由 2016 年的 1307 万平米增长至 2019 年的 3843 万平米, 年复合增速达到 43.3%。公司将继续通过内生+外延的发展模式高速发展, 接下来三年的在管面积复合增速将超过 50%。
- **发力收并购, 规模协同并进:**公司通过外延并购做大做强, 丰富在管物业的业态, 扩充业务模式, 提升协同效应。公司通过并购进入市政环卫、电力系统、工业物流等物业服务领域, 非住宅在管物业的占比超过 50%。在业务层面, 拓展了电梯服务、智能化工程服务这类与社区密切相关的业务。并提前进入时代地产的城市更新业务。
- **业务多元化, 服务品质提升:**公司在提供基础物管业务的同时, 还提供了非业主增值服务(面向时代中国提供服务)、社区增值服务(面向业主提供服务)和其他专业服务(比如电梯服务、智能化工程及市政环卫服务等), 业务更趋多元化。通过多层次的服务满足业主需求, 提升客户满意度。
- **现金充足, 财务状况稳健:**公司处于净现金状态, 财务稳健。截止 2019 年底, 持有现金 9.7 亿元, 可为后续收并购提供保障。

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)

China Property

Times Neighborhood (9928.HK)

Rooted in Greater-Bay-Area, Rapid Growth with Diversified Business

07/05/2020

Key Data

Jul. 3, 2020

Closing Price(HKD)	10.94
Total Shares (100 Mn)	9.09
Market Cap(HKD/100 Mn)	99.41
Net Assets (CNY/100 Mn)	8.96
Total Assets (CNY/100 Mn)	15.01
BVPS(CNY)	0.99

Key Financial Indicators

FY	2019A	2020E	2021E	2022E
Revenue (Mn/CNY)	1,081	1,865	2,950	4,309
YoY (%)	55.4	72.4	58.2	46.1
Core Net Profit (Mn/CNY)	120	223	400	625
YoY (%)	89.1	85.5	79.7	56.1
Gross Margin (%)	28.2	29.0	29.9	30.9
Core Net Profit Margin (%)	8.9	11.9	13.6	14.5
ROE (%)	10.7	21.0	29.4	34.1
EPS (Cents)	13.2	24.5	44.1	68.8
DPS (Cents)	3.3	6.8	12.2	19.1

Analyst

Jian Song

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

Contact

Jingru SONG

songjingru@xyzq.com.cn

SAC: S0190118010135

Company Profile

Times Neighborhood was founded in 1998, providing property management for Times China. Rooted in greater-bay-area, the company has now also entered into other area and cities like Guangxi, Sichuan. Now it has a total GFA of 38.4 million sqm under management and contracted GFA of 49.3 million sqm.

Highlights

Initiate with "BUY", TP HKD 14.80: Times Neighborhood rooted in greater-bay-area, has We forecast for 2019-2022 the company's revenue would be 1.87/2.95/4.31 billion RMB, up by 72.4%/58.2%/46.1%, core net profit would be 0.22/0.40/0.63 billion RMB, up by 85.5%/79.7%/56.1%. We initiate coverage with "BUY", TP HKD 14.80, implying 2021E 30X PE, representing a 35% upside from current price.

Rooted in Greater-Bay-Area, Sustained Rapid development: Times Neighborhood deeply engaged in Greater-Bay-Area with Times China. By the end of 2019, 86.9% of total GFA focused in greater-bay-area cities. The managed GFA increased from 13.1 million sqm to 38.4 million sqm with CAGR of 43.3%. The CAGR for the incoming 3 years would be more than 50%, since the company will continue its development momentum by organic growth and M&A.

Devoted to M&A, Balanced Scale and Synergy: Times Neighborhood devoted into M&A to expand its scale, enrich its property type, diversify its businesses. The company entered into management for municipal sanitation services, electronic system, industrial logistics, etc. Non-residential properties accounted for more than 50% of total managed GFA. The company also started new businesses like elevator services, intelligent engineering services, and urban redevelopment services.

Diversified Businesses, Service Quality Improved: Times Neighborhood has diversified businesses, including property management service, VAS to non-property owners, community VAS and other professional services. To fulfill property owners' requirement by various services, improving customer satisfaction.

Sufficient Cash, Stable Financial: Times Neighborhood is in net cash, holding 970 million RMB, well prepared for M&A.

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、公司基本情况	- 5 -
2、扎根大湾区，持续高速发展	- 8 -
3、发力收并购，规模协同并进	- 11 -
4、业务多元化，服务品质提升	- 15 -
5、财务分析及盈利预测	- 19 -
6、估值与评级	- 22 -
7、风险提示	- 23 -

图 表

图 1、时代邻里的发展历程	- 5 -
图 2、物业管理在管面积和合约面积	- 5 -
图 3、公司的在管面积城市分布	- 5 -
图 4、公司的在管面积区域地图	- 6 -
图 5、公司的营业收入及增速	- 6 -
图 6、公司的核心净利润及增速	- 6 -
图 7、时代邻里上市后的股权架构	- 7 -
图 8、时代中国土地储备区域布局图	- 8 -
图 9、历年时代中国土地储备	- 8 -
图 10、时代中国新增土地储备	- 8 -
图 11、时代中国历年合约销售金额	- 9 -
图 12、时代中国历年合约销售面积	- 9 -
图 13、2019 年时代中国合约销售面积城市分布	- 9 -
图 14、2019 年公司在管面积城市分布	- 9 -
图 15、时代中国合约销售面积城市能级分布	- 9 -
图 16、公司在管面积城市能级分布	- 9 -
图 17、时代中国合约销售均价	- 10 -
图 18、不同项目来源平均物业管理费	- 10 -
图 19、公司历年第三方新增面积	- 10 -
图 20、2019 年主要物管企业第三方在管面积	- 10 -
图 21、历年收并购在管面积	- 11 -
图 22、物业管理行业百强企业市场份额	- 11 -
图 23、住宅物业和非住宅物业面积分布	- 12 -
图 24、住宅物业与非住宅物业平均物业管理费	- 12 -
图 25、历年中国道路清扫保洁面积	- 13 -
图 26、历年中国生活垃圾清运量	- 13 -
图 27、2019 年公司收入按业务划分	- 15 -
图 28、2019 年公司毛利按业务划分	- 15 -
图 29、非业主增值服务收入及增速	- 16 -
图 30、非业主增值服务收入构成	- 16 -
图 31、协销服务收入及增速	- 16 -
图 32、时代中国合约销售额及增速	- 16 -
图 33、时代中国在手的城市更新项目	- 16 -
图 34、时代中国在手城市更新项目可转化土储	- 16 -

图 35、社区增值服务收入及增速	- 17 -
图 36、社区增值服务收入构成	- 17 -
图 37、邻里邦 APP 功能	- 18 -
图 38、公司的营业收入及增速	- 19 -
图 39、公司的分部营收及增速	- 19 -
图 40、公司的毛利润和毛利率	- 19 -
图 41、公司的分部毛利占比	- 19 -
图 42、公司的分部毛利率	- 20 -
图 43、公司的销售和管理费用率	- 20 -
图 44、公司的毛利润和毛利率	- 20 -
图 45、公司的核心净利润	- 20 -
图 46、公司的 ROA 和 ROE	- 20 -
图 47、ROE 杜邦分析	- 20 -
表 1、公司收并购的物业管理公司	- 11 -
表 2、广州东康主要中标项目	- 12 -
表 3、公司其他专业服务的收并购	- 13 -
表 4、公司收并购标准	- 14 -
表 5、物业管理服务公司收并购计划	- 14 -
表 6、其他专业服务公司收并购计划	- 14 -
表 7、公司多元业务	- 15 -
表 8、社区增值服务内容及收费方式	- 17 -
表 9、公司的三种服务模式	- 18 -
表 10、盈利预测	- 21 -
表 11、物管板块估值表（截止 20200703）	- 22 -
附表	- 24 -

报告正文

1、公司基本情况

时代邻里控股有限公司（简称“时代邻里”）成立于1998年，总部位于广州，最早为时代中国旗下控股子公司，为其开发的物业提供管理服务。2019年12月19日，时代邻里从时代中国分拆，于港交所主板上市。

时代邻里是一家扎根大湾区、高速成长的综合物业管理服务提供商。截至2019年末，公司覆盖全国19个城市，管理229个项目(含6个市政环卫项目)，总在管面积达4648万平方米(其中物业管理3843万平方米，市政环卫约810万平方米)。管理的物业类型包括住宅小区、工业园区、商业物业及写字楼、多功能综合体、政府大楼、公共设施、机场、教育机构及市政环卫等。

公司秉承“让更多人享受美好生活”的经营理念，致力于提供高品质物业管理服务。根据中指院报告，时代邻里自2016年起已连续四年获“中国物业服务专业化运营领先品牌企业”称号，在2020年中国物业服务百强企业中位列第12位。

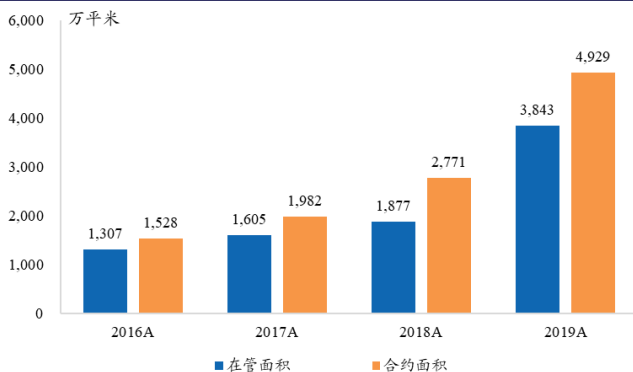
图1、时代邻里的发展历程

- 1998年广州市时代物业管理在广州成立，开始提供物业管理服务
- 2007年开始向广东其他城市扩张，在佛山、珠海设立分支机构
- 2011年在长沙设立分公司
- 2015年位列中指院公布的2015年中国物业服务百强企业第38位
- 2016年收购广州万宁和骏安电梯，开始提供电梯销售及安装服务
- 2019年收购广州东康并开始提供市政环卫服务
- 2019年截至2019年末，公司物业管理服务在管面积达3843万平方米
- 2020年位列中指院公布的2020年中国物业服务百强企业第12位

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

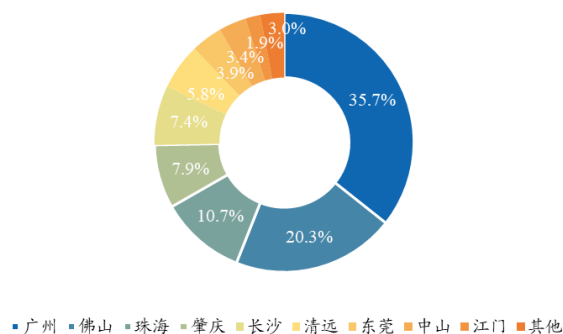
截至2019年末，公司物业管理服务在管面积达3843万平方米，合约面积4929万平方米，项目储备丰富。从城市来看，公司从广州起家，不断向周边大湾区城市扩张，并战略布局其他有经济增长潜力的城市，按面积主要布局的城市包括广州、佛山、珠海、肇庆、长沙等。

图2、物业管理在管面积和合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

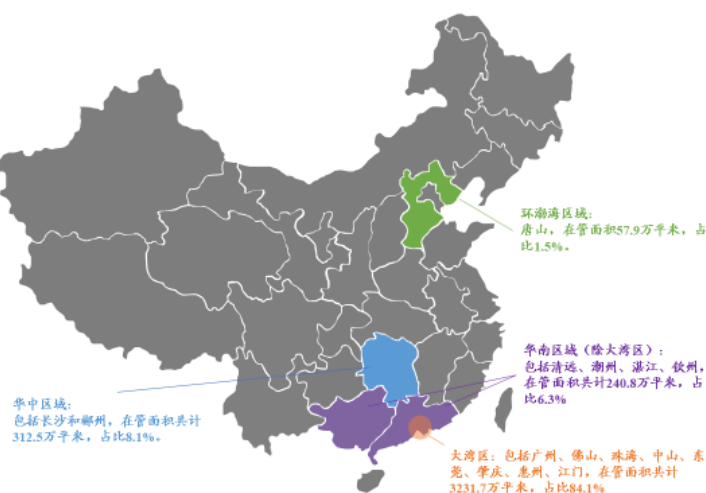
图3、公司的在管面积城市分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从区域分布来看，公司深耕大湾区，战略布局全国其他重点城市。截至 2019 年末，大湾区在管面积为 3232 万平方米，占总在管面积 84.1%。华南（除大湾区）区域、华中区域、环渤海区域在管面积分别为 241 万平方米、313 万平方米和 58 万平方米，分别占比 6.3%、8.1%和 1.5%。

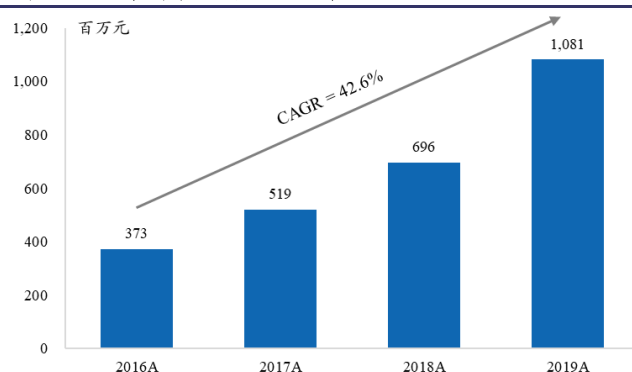
图 4、公司的在管面积区域地图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

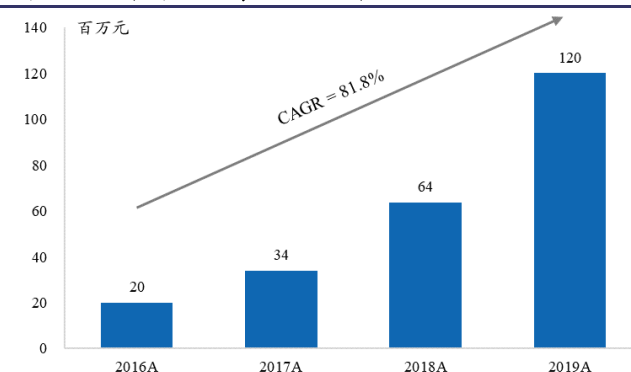
截止 2019 年，公司的营业收入为 10.81 亿元，2016-2019 年复合增速为 42.6%。2019 年，公司核心净利润为 1.2 亿元，2016-2019 年复合增速为 81.8%。

图 5、公司的营业收入及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司的核心净利润及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司主要管理层

白锡洪先生，非执行董事兼董事会主席，主要负责就公司整体发展提供指导。其自 2018 年 8 月至 2019 年 7 月担任公司总经理。白先生于 2001 年 5 月加入时代中国集团，并自 2002 年 1 月起一直担任广州地区办事处总经理，主要负责广州市的项目开发、营销及项目管理。其亦自 2002 年 1 月起一直担任时代中国集团副总裁，并自 2008 年 2 月起担任时代中国的执行董事。其现任时代中国的战略资源管理委员会主席，主要负责整合战略业务资源。

李强先生，非执行董事，主要负责就公司整体发展提供指导。2005 年 7 月加入时代中国集团，自 2005 年 7 月至 2009 年 7 月担任总裁助理。其自 2008 年 2 月起一直担任时代中国执行董事，并自 2009 年 7 月起一直担任时代中国集团副总裁。

王萌女士，公司的行政总裁，于 2019 年 8 月 26 日获委任为执行董事，主要负责公司的战略规划及整体运营。自 2019 年 7 月起，王女士一直担任广州市时代邻里的总经理，负责其整体运营及管理。

姚旭升先生，公司副总裁，于 2019 年 8 月 26 日获委任为执行董事，主要负责公司的日常运营及行政事务。姚先生于 1998 年 6 月加入公司，自 1998 年 6 月至 2019 年 1 月担任广州市时代物业管理总经理。其自 2016 年 5 月起一直担任广州万宁总经理，自 2019 年 2 月起一直担任本集团副总经理且自 2019 年 8 月起担任广州市时代邻里董事。

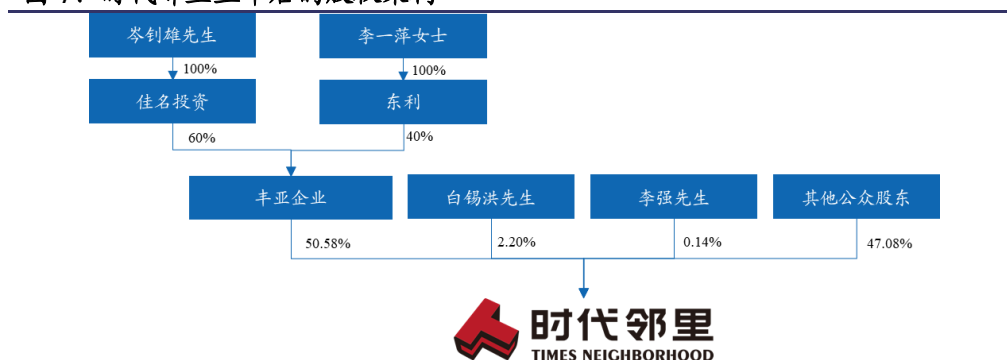
谢婉女士，公司副总裁，于 2019 年 8 月 26 日获委任为执行董事，主要负责公司的质量运营管理、品牌定位和推广及公共关系维护。谢女士自 2017 年 7 月加入公司，一直担任广州市时代邻里副总经理。

黄嗣宁先生，公司首席财务官，于 2020 年 2 月 14 日获委任首席财务官，主要负责公司财务报告及投资者关系事宜。2010 年 3 月加入时代中国，曾任集团财务经理、投资者关系及财务总监等多个职务。

● 公司的股权架构

目前，时代中国创始人岑钊雄、李一萍夫妇通过丰亚企业持股时代邻里股权比例为 50.58%。时代邻里非执行董事白锡洪先生和李强先生分别持股 2.20% 和 0.14%，其他公众股东持股比例为 47.08%。由于时代邻里和时代中国(1233.HK)有共同大股东，两者是关联方。

图 7、时代邻里上市后的股权架构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、扎根大湾区，持续高速发展

公司脱胎于时代中国，共同深耕大湾区，实现规模增长。截至 2019 年末，时代中国大湾区土地储备占比 91%。同时，时代中国战略性进入全国其他核心二线城市，如长沙、成都及武汉。公司和时代中国共同成长，84.1% 的在管物业集中在大湾区城市，15.9% 的在管物业在全国其他重点城市。

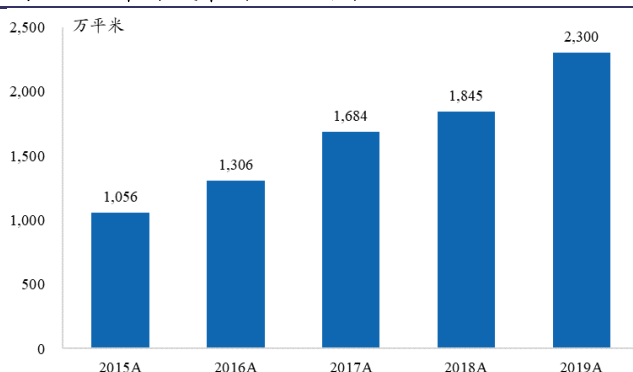
图 8、时代中国土地储备区域布局图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

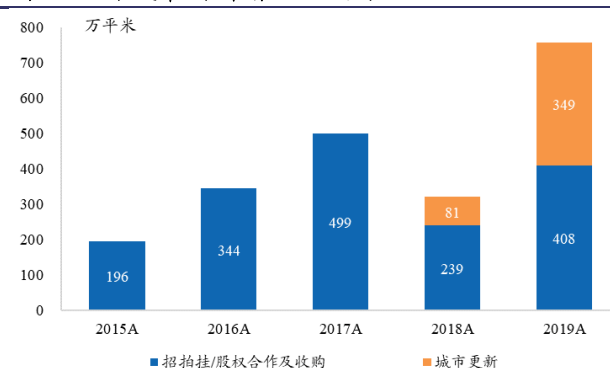
时代中国土地储备充足且增长稳定，公司长期在管面积增长有保障。截至 2019 年末，时代中国总土储为 2300 万平方米，未来 4-5 年可转化为面积合约面积。城市更新项目保障土地储备稳定增长。截至 2019 年末，时代中国 10 个城市更新项目成功转化成土地储备，共计 349 万平方米，占当年新增土储的 46%。时代中国有 120 多个城市更新项目，预计可转化的总建筑面积为 4300 万平方米，充分保障时代中国土地储备的稳定增长。

图 9、历年时代中国土地储备



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

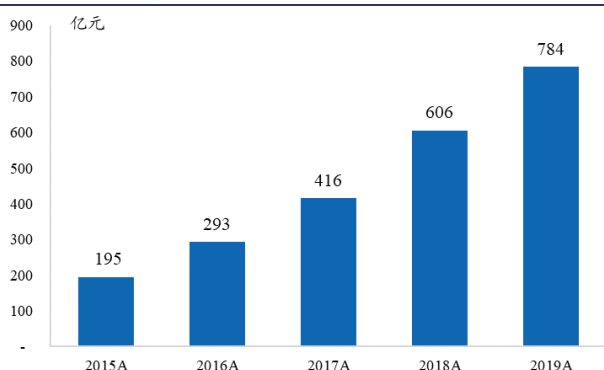
图 10、时代中国新增土地储备



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

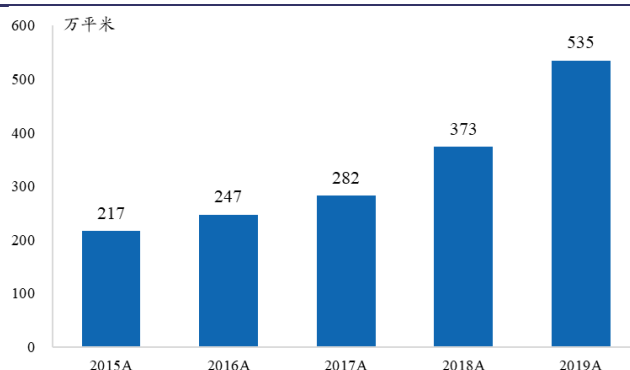
时代中国开发项目遍及大湾区主要城市，同时拥有大量城市更新项目，近年来合约销售保持稳定增长。2019 年，时代中国合约销售额为 784 亿元，同比增长 29.3%；合约销售面积为 535 万平方米，同比增长 43.2%。

图 11、时代中国历年合约销售金额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

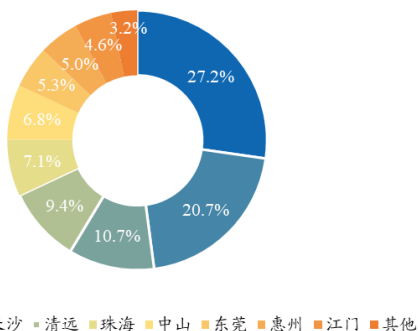
图 12、时代中国历年合约销售面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

广州、佛山是公司的重点城市。截至 2019 年末，广州、佛山在管面积占比分别为 35.7% 和 20.3%。2019 年，时代中国广州、佛山的合约销售面积分别占比 20.7% 和 27.2%。预计公司在广州、佛山两地的在管物业规模将进一步增长，同一区域内楼盘可共享项目管理人力资源，公司可进一步提高管理效率，增强规模效应。

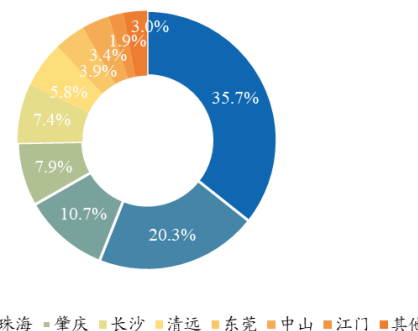
图 13、2019 年时代中国合约销售面积城市分布



佛山 广州 长沙 清远 珠海 中山 东莞 惠州 江门 其他

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2019 年公司在管面积城市分布

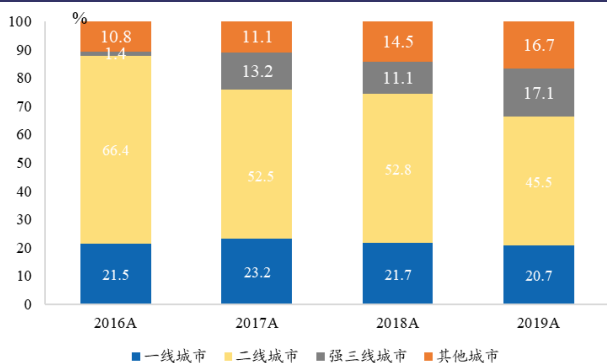


广州 佛山 珠海 肇庆 长沙 清远 东莞 中山 江门 其他

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司项目聚焦一、二线城市，布局三线及以下的重点城市。截至 2019 年末，公司 74% 的在管面积集中在一、二线城市。2019 年，时代中国合约销售面积 66% 集中在一、二线城市，34% 在三线及以下能级城市，未来转化为公司在管面积后，进一步优化公司在管物业的城市布局。

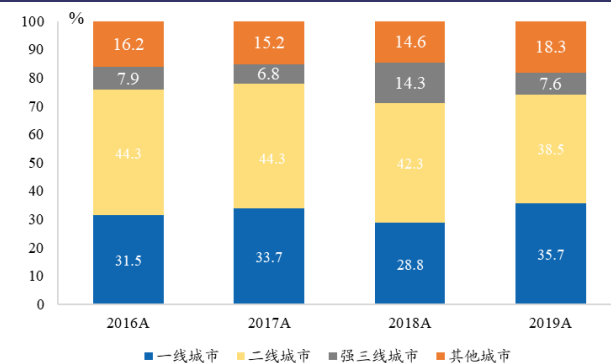
图 15、时代中国合约销售面积城市能级分布



一线城市 二线城市 强三线城市 其他城市

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、公司在管面积城市能级分布

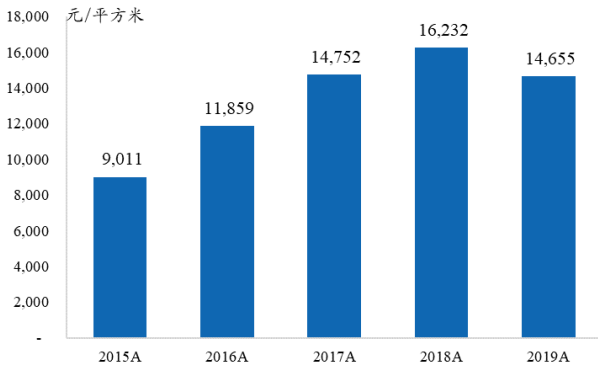


一线城市 二线城市 强三线城市 其他城市

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

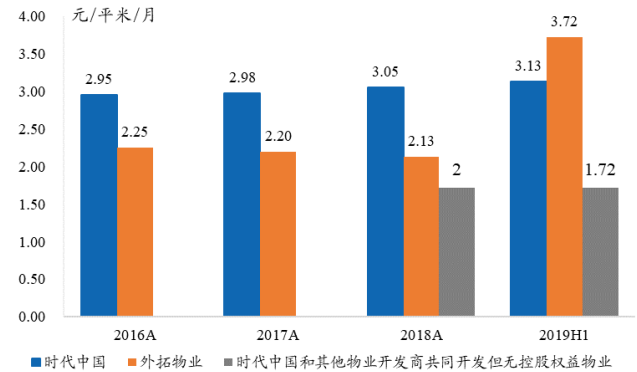
时代中国产品定位中高端，收费单价高。时代中国开发物业的收费高于外拓的住宅物业。为满足中上购买力客户的需求，时代中国建立“3+3+3”产品体系，产品注重配套设施建设。2016-2019年，来自时代中国的在管面积平均物业管理费约3元/平方米/月，远高于第三方物业平均物业管理费，处于较高水平。

图 17、时代中国合约销售均价



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

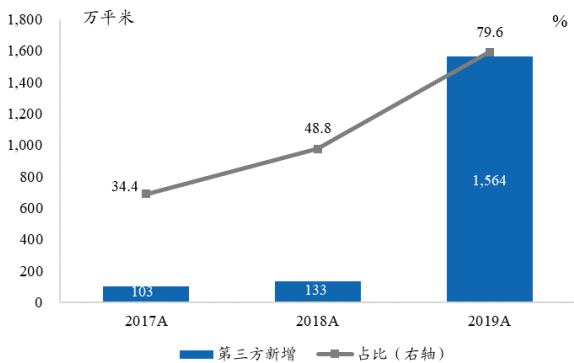
图 18、不同项目来源平均物业管理费



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

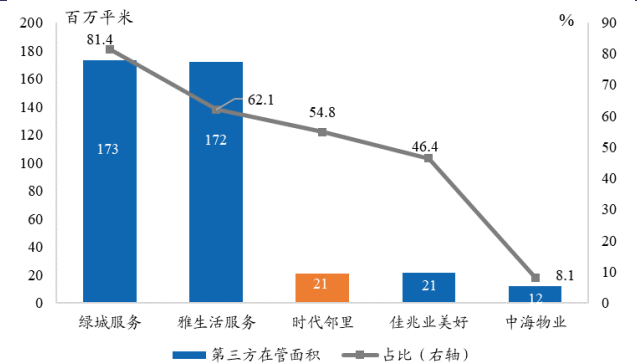
公司第三方物业拓展能力强，2019年来自第三方的新增在管面积为1564万平方米，占总新增在管面积的79.6%；另外公司通过收并购获得在管面积1386万平方米，占新增在管面积的65%；其余为新订约获得，包括来自时代中国 and 市场化外拓。截至2019年，公司在管面积3843万平方米，其中第三方在管面积达2106万平方米，占比54.8%，高于行业平均。未来公司会参加更多第三方物业招投标，以扩大在管物业规模和公司的品牌知名度。

图 19、公司历年第三方新增面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、2019年主要物管企业第三方在管面积

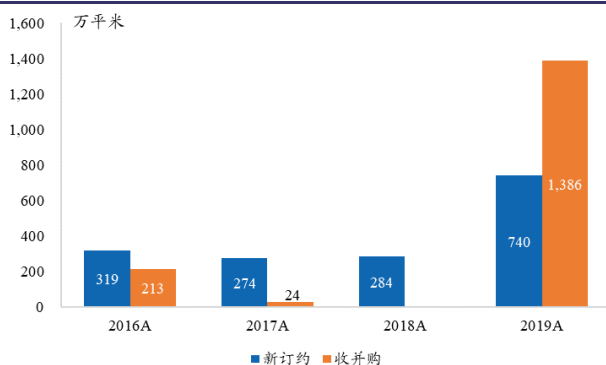


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、发力收并购，规模协同并进

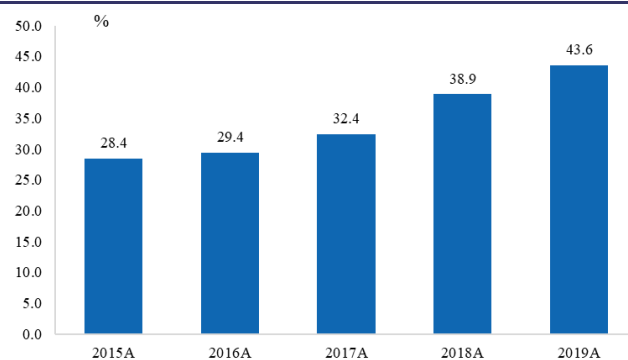
公司发力收并购，一方面扩充在管物业的规模，另一方面也拓展了在管物业的业态。2016年、2017年通过收并购分别增加在管面积213万平方米和24万平方米。2019年，公司加大收购力度，收购广州东康、清远荣泰、佛山宜信三家物业管理服务公司，新增在管面积1376万平方米。2020年1-6月，公司收购广州耀城、广州浩晴和上海科箭三家物业管理服务公司，新增在管面积约2150万平方米。

图 21、历年收并购在管面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、物业管理行业百强企业市场份额



资料来源：中指院，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的收并购锁定大湾区，提高区域内市场份额。在并购区域策略上，以一二线城市的标的为主，重点围绕有经济增值空间的地区开展收并购。所并购标的的业务覆盖广州、佛山、清远、珠海等城市。

在收购方式上，公司通常100%收购标的公司的股本权益，对标的公司有绝对控制权，有利于公司将先进的管理系统导入标的公司，迅速地将标的公司业务整合进现有业务中，提高管理效率，发挥协同效应。

表 1、公司收并购的物业管理公司

时间	并购标的	对价 (万元)	股本权益	区域及主要业务
2015-12-31	珠海原兴	300	100%	主要在珠海从事物业管理服务及其他相关增值服务。扩大了公司在珠海的业务规模。
2016-2-5	广州万宁	4400	100%	主要在广州、佛山及东莞从事物业管理服务及其他相关增值服务，通过此并购，公司加大了在广州、佛山等城市的布局。
2016-2	佛山合泰	500	100%	主要在佛山从事物业管理服务。扩大了公司在佛山的业务规模。
2017-8-28	清远盛业	339.5	100%	主要在清远从事物业管理服务。扩大了公司在清远的业务规模。
2019-2-1	广州东康	4527	100%	广州东康于广东省从事向公司及政府客户提供市政环卫服务及物业管理服务。公司以此进入市政环卫业务领域。
2019-4	清远荣泰	906.5	100%	主要在清远从事物业管理服务。扩大了公司在清远的业务规模。
2019-4-29	佛山宜信	184.9	100%	佛山市宜信于佛山市从事提供物业管理服务及其他增值服务。扩大了公司在佛山的业务规模。

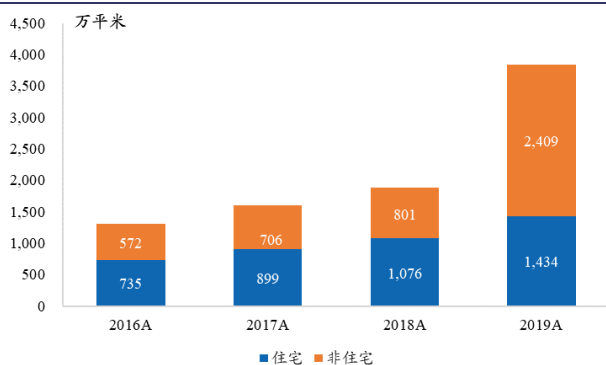
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2020-5-9	广州耀城	1486.8	100%	广州耀城于广州市为供电系统单位及政府机关等提供物业管理服务，在管面积约 243 万平方米。扩大了公司在非住宅公建类业态规模。
2020-3-24	广州浩晴	3272.3	100%	广州浩晴为供电系统提供物业管理服务，具备专业资质，在管面积约 300 多万平方米。丰富了公司非住宅公建类业态规模。
2020-06-28	上海科箭	23405.0	51%	上海科箭成立于 2009 年，总部位于上海，主要为工业物流地产提供物业管理。截至 2019 年底，公司在管项目 217 个，在管面积大约 1,600 万平方米，分布全国 18 个省和直辖市，约 70% 在管项目位于江浙沪等经济高速增长区域。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

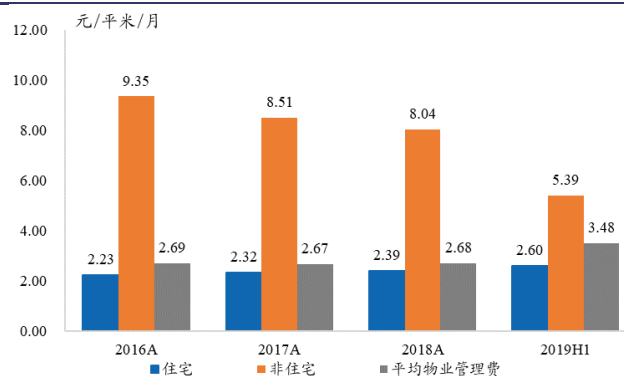
公司通过收并购提高非住宅业态比重，平均物业管理费提高。非住宅物业在管面积从 2016 年 572 万平米增至 2019 年的 2409 万平米，复合增长率达 61.5%。非住宅物业受限价政策影响小，平均物业管理费高于住宅物业，因此公司平均物业管理费随非住宅物业比重增加而提高。截止 2019H1，公司平均物业管理费为 3.48 元/平方米/月，比 2018 年末增加 29.9%。

图 23、住宅物业和非住宅物业面积分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、住宅物业与非住宅物业平均物业管理费



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司收并购偏好非住宅业态中有公建物业服务资质的标的，通过收并购新增政府大楼及公共设施、工业园区及教育机构等业态。2019 年 2 月 1 日，公司以 4527 万元收购广州东康全部股权，令公司非住宅物业在管面积占比迅速上升至 63%。自 2012 年起，广州东康多次中标博物馆、国税局、大学等公建类物业，项目经营持续性强且稳定性高。2020 年 1-5 月，公司陆续收购广州耀城和广州浩晴全部股权，新增供电系统单位及政府机关等业态，进一步丰富非住宅业态在管物业组合和客户群。未来公司会注意保持在管的住宅和公建项目比例更加均衡。

表 2、广州东康主要中标项目

时间	项目	中标次数	提供的服务
2012-6-18	广东省广州市白云区国税局及各分局	5 次	安保、清洁、园艺、会务、餐饮及工程等
2015-7-1	华南师范大学	2 次	清洁和园艺
2015-7-30	东莞鸦片战争博物馆	2 次	安保、清洁、园艺、停车场管理、
2016-1-1	广州博物馆	3 次	教育、安保、水电设施维修、

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，公司通过收并购拓展了公司的业务范围。公司通过收购东康进入市政环卫业务领域。截至 2019 年末，广州东康拥有 6 个市政环卫项目，在管面积为 806 万平方米，为广东肇庆市高新区、广州市增城区荔城、广州市南沙区等提供市政环

卫服务。随着城市道路清洁和生活垃圾清运的需求增加，市场规模扩大，公司市政环卫业务增长前景广阔。

图 25、历年中国道路清扫保洁面积

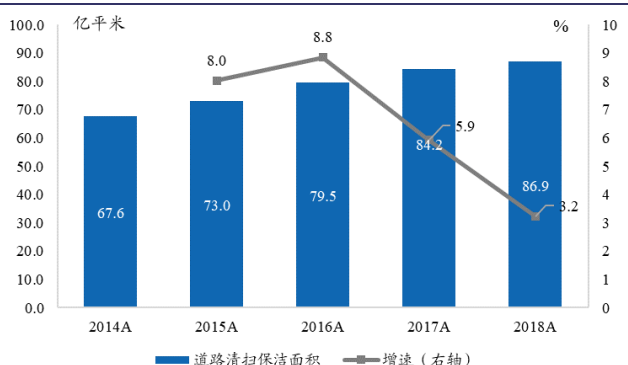
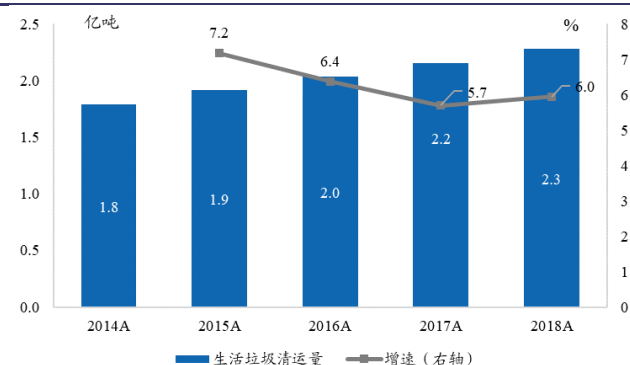


图 26、历年中国生活垃圾清运量



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

公司于 2016 年以 2605.2 万元收购骏安电梯 70% 股权，借此进入电梯销售、安装和维护业务领域。在时代中国的支持下，时代邻里电梯服务业务保持稳定增长。时代中国承诺自时代邻里上市至 2021 年 12 月 31 日，由时代邻里向时代中国出售电梯，并提供该等电梯的配套安装、维护及维修服务；及提供智能化工程服务。每个年度时代中国向时代邻里支付费用的上限将分别不会超过 3070 万元、6620 万元及 9570 万元。

表 3、公司其他专业服务的收并购

时间	并购标的	对价 (万元)	股本权益	区域及主要业务
2016-8-9	骏安电梯	2605.2	70%	骏安电梯成立于 1996 年，从事提供电梯销售、安装、维修保养相关服务。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司建立专业化团队保障收并购推进。公司建立“1+11”专业业务开发体系，包括总部业务开发团队和 11 支区域业务开发团队，用于寻求和房地产开发商的合作机会和潜在收购机会。总部开发团队主要负责挖掘和房地产开发商的合作机会，物色潜在收购标的。11 支区域业务开发团队主要负责挖掘华南区域潜在收购标的。在收并购标准上，公司注重标的企业的在管项目可维持稳定、持续经营，且具有良好的服务口碑和业务增长性，预计通过公司管理体系的导入能够进一步提升增长性和服务品质。

收并购是公司未来发展的核心战略，IPO 募资所得的 65% 将被用于收并购。在收并购策略上，公司坚持“深耕大湾区”的区域策略，收购大湾区优质物业管理服务商、提供物业相关服务或提供其他专业服务的公司。在收购标准上，公司倾向于收购在区域内有一定规模和市场影响力的公司，以巩固公司在大湾区的市场地位，拓展公司客户群。

表 4、公司收并购标准

标的类型	业务要求	财务要求	法律风险要求	市场地位要求
物业管理服务公司	在管面积 100 万平方米以上	最近 1 个财年净利率高于 5%	过去几年无重大不合规事件或法律风险	在当地市场有良好的信誉且有增长潜力
提供物业管理相关服务的公司	在多个城市提供服务，且具有相当规模	最近一个财年收入超过 2000 万元，净利率超过 100 万元。	过去几年无重大不合规事件或法律风险	--
提供其他专业服务的公司	取得市政环卫或电梯服务的相关有效牌照及许可证	电梯业务：最近一个财年收入超过 1000 万元 市政环卫业务：最近一个财年收入超过 6000 万元	过去几年无重大诉讼	跻身当地市场前十名

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司针对物业管理服务公司和其他专业服务公司制定了详尽的收并购计划。2020/2021/2022 年，公司预计通过收并购新增在管面积分别为 1200 万平方米以上、1500 万平方米以上及 2300 万平方米以上。2020 年 1-6 月份，公司已完成收并购 3 家物业管理公司，总在管面积约 2150 万平方米，超额完成计划。

表 5、物业管理服务公司收并购计划

年份	2020 年	2021 年	2022 年
收购数量	1~2 家	1~3 家	2~3 家
总在管面积（万平方米）	1200 以上	1500 以上	2300 以上
最近一个财年净利润（百万元）	13	15	21
市盈率	8 倍	7~8 倍	7 倍

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司将通过收并购扩大其他专业服务业务规模。2020 年，公司预计通过收并购新增电梯服务公司两家。2021 年，预计通过收并购新增清洁服务、电梯服务、市政环卫服务公司各一家。2022 年，预计通过收并购新增电梯服务、市政环卫服务公司各一家。

表 6、其他专业服务公司收并购计划

年份	2020 年			2021 年		2022 年	
	业务类型	电梯服务	清洁服务	电梯服务	市政环卫服务	电梯服务	市政环卫服务
收购数量（家）		2	1	1	1	1	1
最近一个财年净利润（万元）		400	200	100	400	100	400
市盈率（倍）		3~4	3	4	4~5	4	4

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

综上，公司依靠内生增长和外延并购做大规模，做宽业务范围，丰富物业组合，实现多元发展。公司既背靠时代中国，又有专业的收并购团队，未来在管面积增长有保障。公司区域布局合理，深耕大湾区，战略性进入全国其他重点城市，规模效应明显，有利于提高运营效率，严格控制成本。

4、业务多元化，服务品质提升

公司在提供基础物管业务的同时，还提供了非业主增值服务（面向时代中国提供服务）、社区增值服务（面向业主提供服务）和其他专业服务（比如电梯服务、智能化工程及市政环卫服务等），业务更趋多元化。

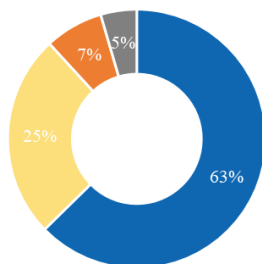
表 7、公司多元业务

业务线	主营业务
非业主增值服务	1) 施工现场服务（其中包括咨询及安保服务）； 2) 协销服务，即协助物业开发商展示及推广其物业，包括售前咨询、样板间管理、组织销售活动以及物业开发项目的访客接待； 3) 开荒清洁服务，包括交付前单位清洁。 4) 城市更新项目服务
社区增值服务	1) 公共空间租赁及停车位管理； 2) 生活服务，该服务专注于业主及住户的日常需求，并在提供物业管理服务期间同时提供。公司的主要生活服务包括特色管家服务、小区购物、小区公告、账单支付服务、家电维修及保养以及小区活动组织服务。并通过公司的管家与客户的线下日常互动或借助公司的在线服务平台邻里邦提供该等服务。
其他专业服务	1) 电梯服务，包括电梯销售、安装及维修保养； 2) 智能化工程服务，包括智能社区平台开发及管理、软件开发、硬件安装管理等； 3) 市政环卫服务，包括城乡道路清洁及垃圾管理。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

截止 2019 年，公司物业管理服务、非业主增值服务、社区增值服务和和其他专业服务的营收占比分别为 63%、25%、7%和 5%；毛利占比分别为 57%、26%、14%和 3%。

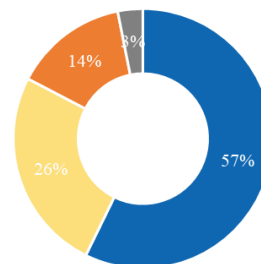
图 27、2019 年公司收入按业务划分



■ 物业管理服务 ■ 非业主增值服务 ■ 社区增值服务 ■ 其他专业服务

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、2019 年公司毛利按业务划分



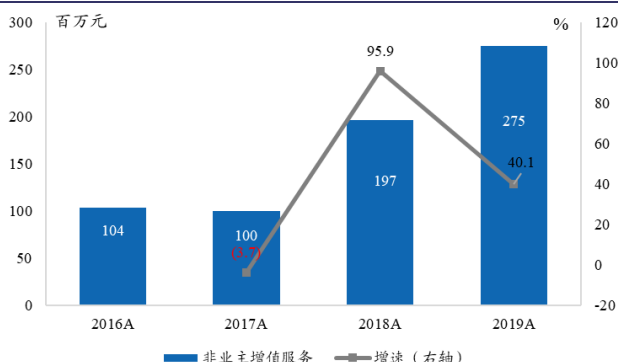
■ 物业管理服务 ■ 非业主增值服务 ■ 社区增值服务 ■ 其他专业服务

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 非业主增值服务：背靠时代中国，业绩增长有保障

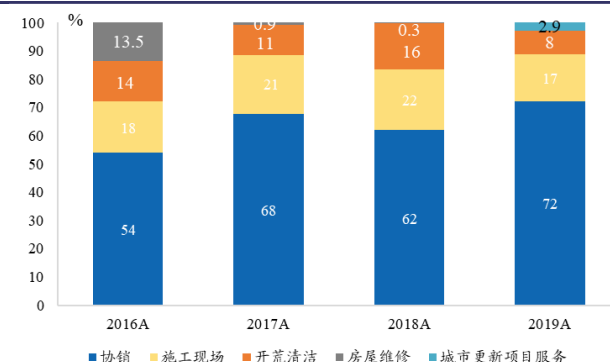
非业主增值服务包括协销服务、施工现场管理服务、开荒清洁服务、房屋维修服务以及最新开拓的城市更新项目服务。2019 年，非业主增值服务收入为 2.76 亿元，同比增长 40%。其中，协销服务、施工现场管理服务、开荒清洁服务以及城市更新项目服务收入分别占比 72%、17%、8%和 2.9%。

图 29、非业主增值服务收入及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

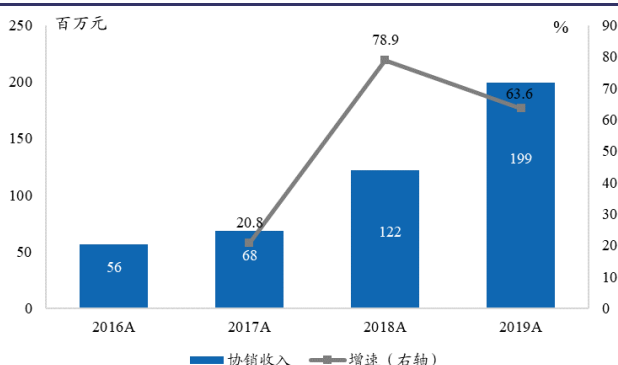
图 30、非业主增值服务收入构成



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

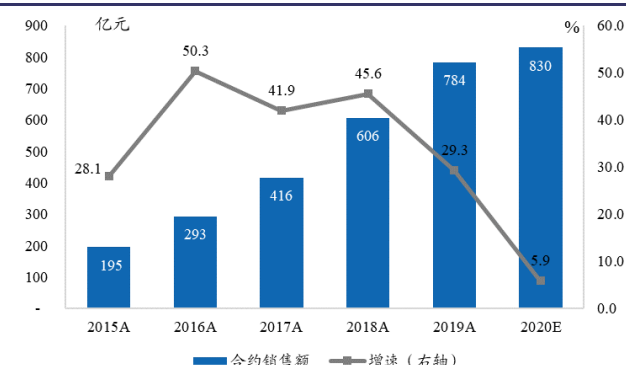
背靠关联方，非业主增值服务业绩增长有保障。2019年，协销服务收入为1.99亿元，同比增长64%，主要因时代中国合约销售稳定增长。2020年，时代中国合约销售目标为830亿元，同比增长6%，预计协销服务收入稳定增长。

图 31、协销服务收入及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

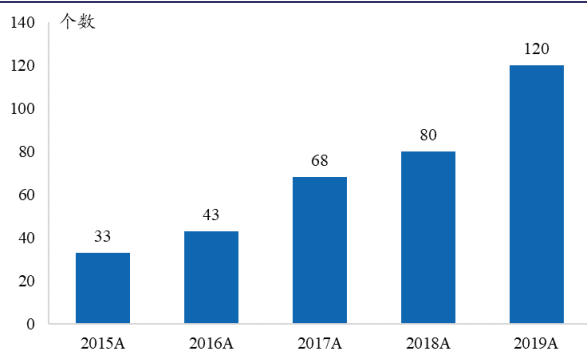
图 32、时代中国合约销售额及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

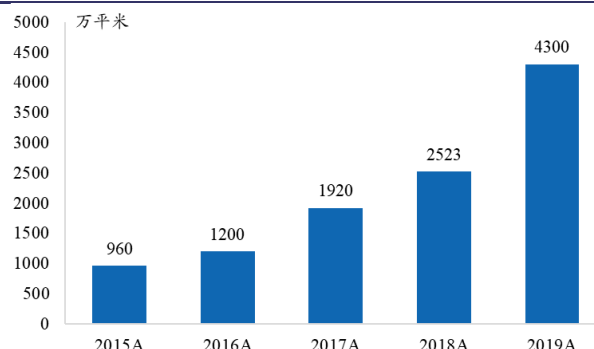
城市更新项目是公司2019年的新增业务，对时代中国的城市更新储备项目提供清洁、安保、运营管理及上盖物的租户管理等特色服务。2019年城市更新项目收入为792万元，目前时代中国城市更新储备项目达120多个，预计公司城市更新项目收入在2020年将取得2倍以上增长。

图 33、时代中国在手的城市更新项目



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、时代中国在手城市更新项目可转化土储



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:

社区增值服务包括公共空间租赁和停车位管理服务以及生活服务,涵盖广告租赁、停车位管理、特色管家服务、社区购物、社区公告、账单支付、家电维修及社区活动组织服务等。

表 8、社区增值服务内容及其收费方式

业务类型	业务内容	收费对象	定价方式
公共空间租赁及停车位管理服务			
公共设施及空间租赁服务	代表业主向第三方出租公共区域(电梯、外墙等)广告位	业主	按租金协定百分比收取服务费
停车位管理服务	帮助停车位所有人管理停车位,向个人用户出租停车位或向租户收取停车位管理费	停车位所有人	按月/季度收取服务管理费
生活服务			
特色管家服务	居民任何问题都可向管家寻求帮助,管家协调资源并解决问题		
社区购物服务	通过“邻里邦”平台销售产品	业主	成本加成法
社区公告	通过“邻里邦”用户可查阅社区公告		
账单支付服务	通过“邻里邦”用户可支付账单		
家居保养服务	家用电器及固定装置的维护和安装,以及空调机清洁等,通过分包商或附属公司提供该服务	业主	成本+利润附加费
社区活动组织服务	已建立社区文化活动品牌“我爱我家”,组织亲子运动会、邻里百家宴、时代趣乐部等特色活动		

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

2019年,社区增值服务收入为7915万元,同比增长34.2%,主要因公司在管面积增长,服务客户规模扩大。公共空间租赁和停车位管理服务、生活服务收入分别占比58%和42%。

图 35、社区增值服务收入及增速

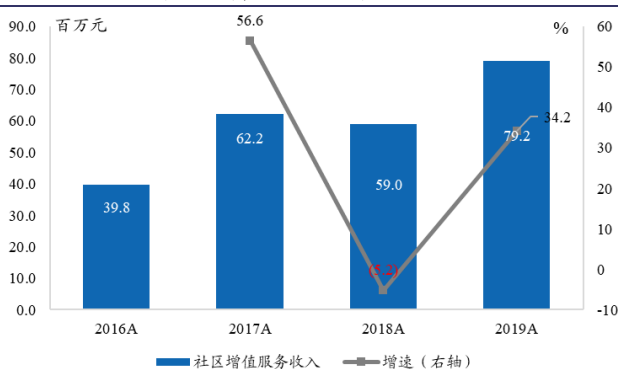
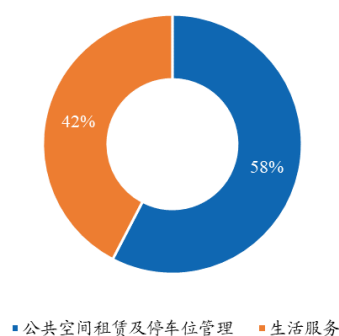


图 36、社区增值服务收入构成



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

邻里邦 APP 是用户获取公司物业管理及社区增值服务的重要渠道,能够提供社区购物、账单支付、智能门禁、投诉报修等服务。2014年,公司成立控股子公司广州时代邻里邦,专门为社区增值服务开发软件及移动程序。截至2019年6月30日,邻里邦 APP 注册用户63.2万名。截止2019年H1,平均月活用户数约为5.1万人。2019年成功上市后,公司 IPO 募资所得的10%将用于购买升级邻里邦的硬

件终端设备、推广邻里邦 APP，推广生活服务及相关产品，进一步发展社区增值服务。

图 37、邻里邦 APP 功能



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

由于在管物业组合多元化，公司为不同类型和层次的物业提供优质的差异化服务。公司根据物业的定位和需求提供三种物业服务模式，分别为郁金香、向日葵和金百合，三种模式在收取的物业管理费、人员配置、服务标准及配套设施方面有所不同。郁金香模式提供基本的物业管理服务，满足日常需求。向日葵模式向业主提供全天候“一站式”管家服务，通过指定的区域管家解决客户需求，提高客户满意度。金百合模式是针对高端项目提供定制服务，满足业主最广泛的需求。

表 9、公司的三种服务模式

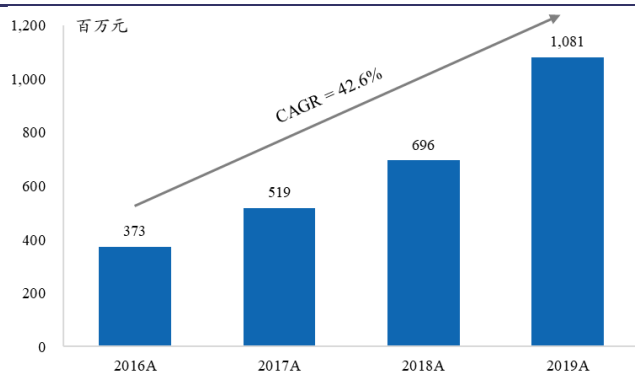
服务模式	郁金香	向日葵	金百合
私人活动组织（如生日派对）			✓
定制式家居保养服务			✓
第三方客户满意度调查		✓	✓
全天候 24 小时管家服务		✓	✓
定期便利服务（如空调清洗、理发及其他服务）		✓	✓
垃圾清理服务	✓	✓	✓
水电费代收服务	✓	✓	✓
小区文化活动	✓	✓	✓

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5、财务分析及盈利预测

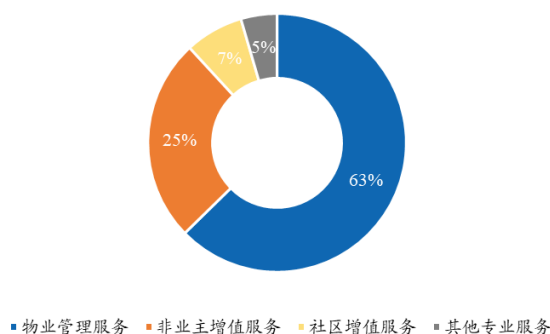
公司各项业务营收均稳定增长。公司 2019 年营业收入为 10.81 亿元，2016-2019 年复合增速达到 42.6%。其中物业管理服务、非业主增值服务、社区增值服务和 其他专业服务的占比分别为 63%、25%、7%和 5%。物业管理服务复合增长率为 45.1%，和在管面积增长趋势一致。由于时代中国在建/预售项目充足，非业主增值服务稳定增长，复合增长率为 38.3%。社区增值服务业务结构日益多元化，收入复合增长率为 25.8%。此外，公司通过收并购进入电梯服务和市政环卫领域，其他专业服务收入迅速增长，复合增长率为 90.1%。

图 38、公司的营业收入及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

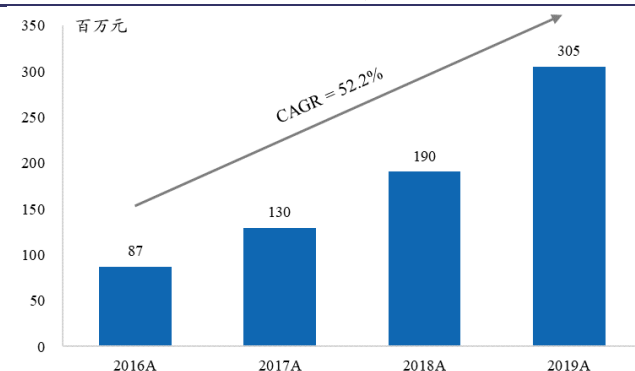
图 39、公司的分部营收及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

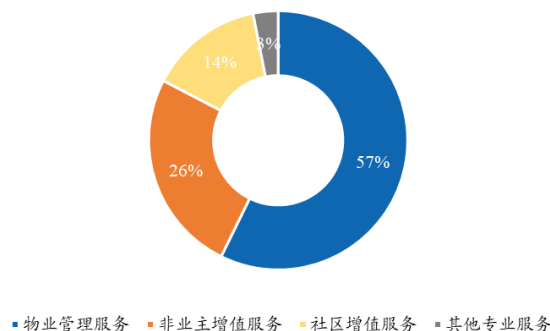
2019 年公司的毛利润为 3.05 亿元，2016-2019 年的复合增速达到 52.2%。其中物业管理服务、非业主增值服务、社区增值服务及其他专业服务毛利率分别为 25.8%、28.1%、55%和 19.5%。

图 40、公司的毛利润和毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

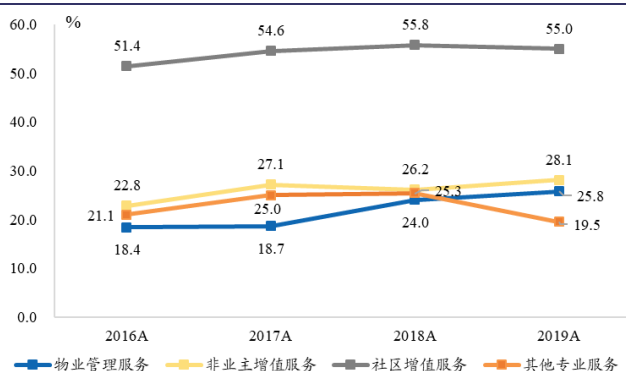
图 41、公司的分部毛利占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

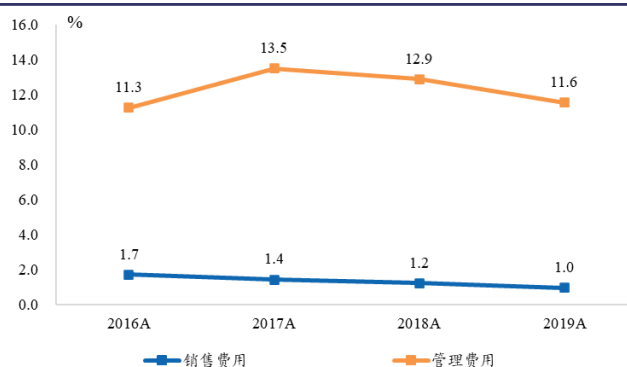
分部毛利率来看，公司的四大业务物业管理服务、非业主增值服务、社区增值服务及其他专业服务毛利率分别为 25.8%、28.1%、55%和 19.5%。在费用方面，因公司将部分广告通过邻里邦移动程序投放，更具成本效益比，2019 年公司的销售费用率下降至 1.0%。此外，由于公司管理效率提高，在管理团队扩容的情况下，公司管理费用率也下降至 11.6%。

图 42、公司的分部毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

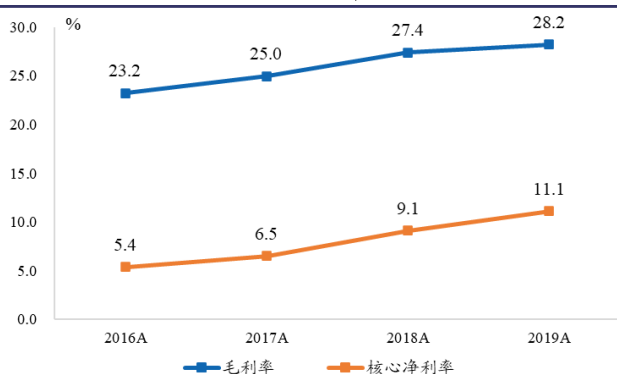
图 43、公司的销售和管理费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

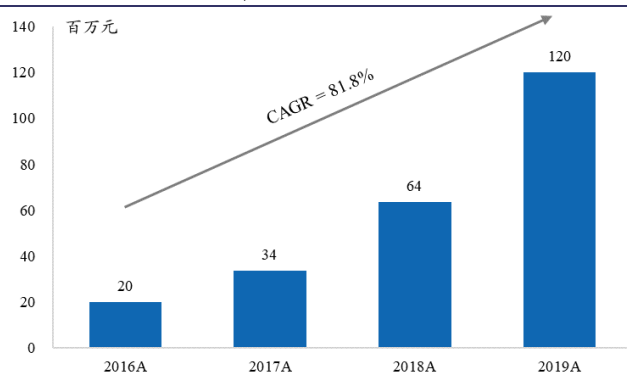
截止 2019 年，公司的综合毛利率和核心净利率分别为 28.2% 和 11.1%，较上年均有提升。截止 2019 年公司的核心净利润（加回上市费用）为 1.2 亿元，2016-2019 年的复合增速达到 81.8%。

图 44、公司的毛利润和毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

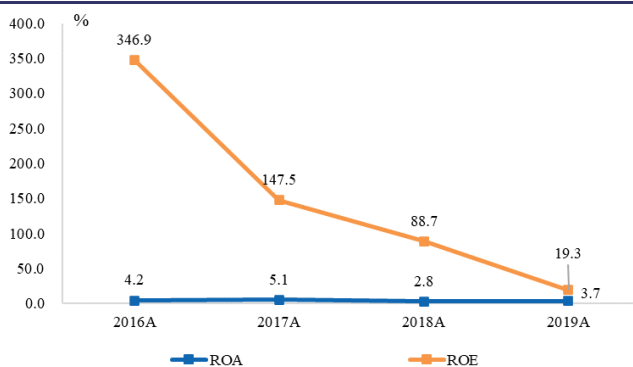
图 45、公司的核心净利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

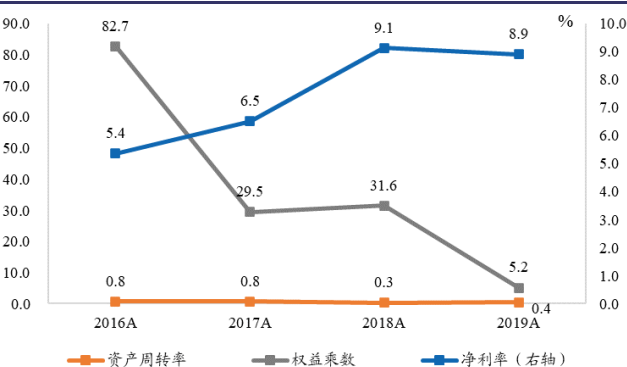
公司 2019 年的 ROA 和 ROE 分别为 3.7% 和 19.3%，2019 年公司上市，股本增厚导致权益乘数下降，公司的 ROE 下降。从 ROE 的结构来看，公司的净利率、资产周转率和权益乘数分别为 8.9%、0.7 和 1.7。

图 46、公司的 ROA 和 ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、ROE 杜邦分析



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测

公司将通过多种方式拓展物业管理规模，包括从时代中国获取、收并购、独立第三方拓展等。我们预计公司 2020-2022 在管面积分别达到 6500 万、1.0 亿及 1.4 亿平方米，驱动物业管理服务收入高速增长。预计 2020-2022 年基础物业管理的营业收入分别为 12.5、20.7 和 30.7 亿元。

非业主增值服务增长有保障。背靠时代中国，协销服务收入稳健增长。同时，城市更新项目服务以及车位尾盘销售等服务类型的导入，将成为新的增长动力。预计 2020-2022 年非业主增值服务的营业收入分别为 1.19、1.78 和 2.49 亿元。

随着公司在管物业规模的扩大，社区增值服务客群将进一步扩大，公司积极挖掘社区业主的日常生活需求，该业务将持续保持高速增长。

目前公司开展三项其他专业服务，分别为电梯服务、智能化工程服务以及市政环卫服务，目前仍处于发展初期，增长空间较大。

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 18.7、29.5 和 43.1 亿元，分别同比增长 72.4%、58.2% 和 46.1%；核心净利润分别为 2.2、4.0 和 6.3 亿元，分别同比增长 85.5%、79.7% 和 56.1%。

公司的利润率降逐年改善，我们预计公司 2020-2022 年毛利率分别为 29.0%、29.9% 和 30.9%，核心净利率分别为 11.9%、13.6% 和 14.5%。

下表为我们对公司主要经营指标的预测。

表 10、盈利预测

(单位: 百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,081	1,865	2,950	4,309
增速(%)	55.4	72.4	58.2	46.1
物业管理服务	678	1,250	2,067	3,065
社区增值服务	275	417	599	854
非业主增值服务	79	119	178	249
其他专业服务	49	79	106	141
毛利润	305	540	882	1,330
增速(%)	60.3	76.8	63.3	50.9
核心净利润	120	223	400	625
增速(%)	89.1	85.5	79.7	56.1
EPS(分)	13.2	24.5	44.1	68.8
毛利率(%)	28.2	29.0	29.9	30.9
归母净利率(%)	8.9	11.9	13.6	14.5

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

6、估值与评级

物业管理行业的行业属性，即存量+增量的发展模式、无重大资本开支、净现金的财务状况、稳定的派息分红，决定了行业的估值下限。

而物管公司的管理服务水平，物业的质量以及业绩增长的潜力和确定性决定了估值的上限。目前港股上市的主要 15 家物管公司，截止目前平均估值对应 2019-2021 年 41.3/30.7/21.9XPE。

表 11、物管板块估值表（截止 20200703）

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS			PE			PB 2019A	息率 (%)	ROE (%)
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E			
9928.HK	时代邻里	10.94	99	0.13	0.25	0.44	74.5	40.2	22.3	4.4	0.4	19.3
1755.HK	新城悦服务	20.95	171	0.34	0.50	0.71	55.5	37.7	26.6	16.9	0.9	31.9
1778.HK	彩生活	3.73	53	0.36	0.42	0.47	9.2	8.0	7.1	1.3	2.5	14.2
1995.HK	永升生活服务	12.36	206	0.15	0.24	0.39	74.2	46.4	28.5	14.8	0.4	21.9
2168.HK	佳兆业美好	32.80	51	1.18	1.54	2.07	24.9	19.2	14.3	6.8	1.4	28.0
2606.HK	蓝光嘉宝	56.00	100	3.10	3.33	4.42	16.3	15.2	11.4	3.4	2.3	32.6
2669.HK	中海物业*	8.18	269	0.16	0.21	0.28	51.1	39.0	29.2	19.6	0.6	40.8
2869.HK	绿城服务	9.13	294	0.19	0.22	0.27	43.2	37.4	30.4	11.0	0.7	18.8
3316.HK	滨江服务	13.14	36	0.49	0.58	0.76	24.3	20.4	15.6	4.6	2.4	25.4
3319.HK	雅生活服务	37.70	503	0.97	1.40	1.75	35.0	24.2	19.4	8.7	1.1	21.2
3662.HK	奥园健康	8.10	59	0.28	0.36	0.51	25.7	20.3	14.4	7.4	1.0	33.5
6049.HK	保利物业	75.80	419	1.22	1.36	1.88	56.0	50.3	36.2	3.4	0.4	17.2
6098.HK	碧桂园服务	35.85	987	0.63	0.81	1.11	51.4	39.9	29.1	17.0	0.4	43.8
9909.HK	宝龙商业	19.04	118	0.44	0.46	0.67	38.9	37.0	25.5	2.8	1.3	19.7
9983.HK	建业新生活	8.58	107	0.20	0.30	0.43	39.6	26.0	17.8	4.1	-	96.3
	平均						41.3	30.7	21.9	8.4	1.1	31.0

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

*中海物业为港币报表

时代邻里深耕大湾区，形成了完善的区域布局，多元的业务类型，通过内生+外延的发展模式高速扩张，上市后已经完成 3 笔并购，管理层执行力强。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 18.7、29.5 和 43.1 亿元，分别同比增长 72.4%、58.2% 和 46.1%；归母净利润分别为 2.2、4.0 和 6.3 亿元，分别同比增长 85.5%、79.7% 和 56.1%，增速远高于行业平均水平。首次评级覆盖给予“买入”评级，目标价 14.8 港元，相当于 2021 年 30 倍 PE。

7、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

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,257	1,737	2,524	3,598
货币资金	4	4	4	4
应收账款	213	368	582	851
其他应收款	17	17	17	17
存货	4	4	6	9
非流动资产	244	236	234	232
于联营公司权益	9	9	9	9
物业、厂房及设备	69	69	69	69
投资物业	34	34	34	34
资产总计	1,501	1,973	2,758	3,829
流动负债	584	890	1,376	1,979
贸易应付款项	122	294	460	662
其他应付款项	6	6	6	6
合同负债	243	419	663	968
应付所得税	0	0	0	0
非流动负债	18	18	18	18
递延税项负债	5	5	5	5
负债合计	602	908	1,393	1,997
股本	8	8	8	8
其他储备	888	888	888	888
留存收益	0	167	467	936
非控股股东权益	3	2	1	0
股东权益合计	899	1,065	1,365	1,832
负债及权益合计	1,501	1,973	2,758	3,829

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前溢利	136	299	539	842
贸易应收款项增加	(2)	(0)	(2)	(3)
预付款项增加	4	0	0	0
贸易应付款项增加	0	(30)	(49)	(61)
其他应付款项增加	0	0	0	0
合约负债增加	7	172	165	202
经营活动产生现金流量	(857)	351	627	902
投资活动产生现金流量	1,661	(5)	(5)	(5)
融资活动产生现金流量	(1,011)	(56)	(100)	(156)
现金净变动	(207)	290	522	741
现金的期初余额	1,182	971	1,261	1,783
现金的期末余额	971	1,261	1,783	2,524

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,081	1,865	2,950	4,309
营业成本	776	1,325	2,068	2,979
毛利润	305	540	882	1,330
销售费用	0	0	1	2
管理费用	3	3	3	3
财务费用	27	37	50	60
其他收入	6	2	2	2
税前利润	136	299	539	842
所得税	40	78	140	218
净利润	95	222	399	624
归属母公司净利润	96	223	400	625
EPS(元)	0.13	0.25	0.44	0.69

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	34.1	55.4	72.4	58.2
营业利润增长率	84.8	56.5	120.8	80.1
净利润增长率	87.8	48.6	132.7	80.1
盈利能力(%)				
毛利率	28.2	29.0	29.9	30.9
净利率	8.8	11.9	13.5	14.5
ROE	21.0	29.4	34.1	35.6
偿债能力(%)				
资产负债率	40.1	46.0	50.5	52.1
流动比率	2.2	2.0	1.8	1.8
速动比率	2.1	1.9	1.8	1.8
营运能力(次)				
资产周转率	0.7	0.9	1.1	1.1
应收帐款周转率	5.1	5.1	5.1	5.1
每股资料(元)				
每股收益	0.1	0.2	0.4	0.7
每股经营现金	-0.9	0.4	0.7	1.0
每股净资产	1.0	1.2	1.5	2.0
估值比率(倍)				
PE	40.2	22.3	14.3	10.1
PB	10.0	8.4	6.6	4.9

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.xyqz.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，并应同时考虑各自的投资目的、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。