

中信证券研究部



陈聪
首席基地产业
分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001



联系人：李金哲

核心观点

公司公告透过购买配售新股和协议收购老股的方式，战略入股中奥到家，并公告和中奥到家的一系列战略合作。我们认为，这是公司品牌联盟战略的初起步，意味着公司找到发展新路。

■ **入股中奥到家，品牌联盟初起步。**2020年6月，公司拟分别通过购买配售新股和协议收购老股的方式，入股中奥到家（01538.HK）。若交易完成，则公司将持有中奥到家18.67%股份，成为中奥第二大股东，并派驻董事。我们认为，此次交易，不是简单为获得财务收益，而是开启公司品牌联盟发展之路。

■ **合作围绕增值服务，品牌分层和特长互补。**公司公告和中奥到家的合作，包括1、成立生活服务公司（公司占70%股权）扩展增值服务版图；2、公司向中奥到家推荐公司不适合承接的物业管理项目3、优选中奥到家为外包业务服务合作商。

■ **中奥到家为中型物业管理企业，此次入股价格低于行业平均水平。**中奥到家2019年末业务拓展至45个城市，拥有9,065名员工，合约面积7,200万平米，在管面积6,535万平米（其中住宅385个项目5,764万平米，非住宅项目143个项目771万平米）。2019年中奥到家实现收入15.27亿元，其中基础物业、协销、清洁及绿化、房地产代理分别占74.9%、2.7%、2.1%、12.2%。实现归母净利润为1.09亿元。公司两次入股预计合计花费2.24亿港元，将获得中奥18.67%股份，交易对价合约11.07倍PE（LYR），低于并购市场（一级市场）的水平，更低于二级市场普遍估值。

■ **品牌联盟可以解决专业分工和规模经济的问题。**我们认为，增值服务是物业管理公司实现规模经济的出路，而此次入股中奥到家，使公司增值服务有可能在更广阔的客户群推广；品牌分层是行业的必由之路（类似酒店管理公司），绿城品牌不适合切入刚需普宅，将普通住宅小区介绍给合作方，能进一步增厚自身业绩；企业不可能在所有领域都出色，选择最熟悉的外包方，有利于公司服务品质提升。总而言之，我们认为品牌联盟对参与方都有好处。尤其在当前并购市场较热的环境之下，品质物业管理公司没有必要大肆并购，实可以透过品牌联盟策略发展壮大。

■ **风险提示：**品牌联盟是行业新生事物，中奥到家只是公司构建品牌联盟的初步尝试，未来成功与否有待进一步考察。例如，增值服务究竟能否在中奥到家的管项目顺利规模化落地，并为公司带来增量利润贡献，则有待观察。

■ **坚定看好品牌联盟战略，重申公司“买入”的投资评级。**公司股本发生变化，我们参考公司外拓节奏，项目盈利水平，我们调整公司2020/2021/2022年EPS预测至0.21/0.28/0.37元（系因增发新股，略微调整盈利模型）。我们坚定看好公司首创的品牌联盟策略，并认为这是目前住宅物管公司突围成长的最佳路径。我们给予公司2021年40倍PE，即12.45港元/股的目标价格，维持公司“买入”的投资评级。

绿城服务	02869.HK
评级	买入（维持）
当前价	8.96 港元
目标价	12.45 港元
总股本	3,217 百万股
港股流通股本	3,217 百万股
52周最高/最低价	11.62/6.02 港元
近1月绝对涨幅	-11.30%
近6月绝对涨幅	7.76%
近12月绝对涨幅	42.21%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,746	8,664	10,741	13,258	16,212
营业收入增长率	30.75%	28.43%	23.97%	23.44%	22.28%
净利润(百万元)	483	477	667	908	1,176
净利润增长率	24.73%	-1.22%	39.68%	36.18%	29.51%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.15	0.15	0.21	0.28	0.37
毛利率%	18.29%	18.80%	18.29%	18.50%	18.75%
净资产收益率 ROE%	20.75%	17.34%	9.76%	12.26%	14.48%
每股净资产	0.7	0.9	2.1	2.3	2.5
PE	49.6	52.8	37.3	27.2	21.2
PB	4.3	3.3	2.7	2.2	1.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年7月9日收盘价

表 1：超级品牌物管企业联盟长期前景展望

测算	指标	单位	备注
全国城镇家庭数量	30000	万户	假定城镇人口达到 9 亿人，家庭户规模 3 人
有效市场规模占比	15%		即具备服务认同和付费意识的家庭占比估算
龙头公司有效市场市占率	40%		以目前半数以上想换物管公司的家庭试图选择万科品牌的事实，说明未来品牌公司的目标市场集中度可能很高
龙头公司服务家庭数	1800	万户	在稳定期，服务家庭规模的绝对数量不会发生大的变化，但在管组合仍会实时变动，表现为退盘和拓展并存
龙头公司服务面积	19.8	亿平米	此处假设户均住房收费面积为 110 平米
物业管理费定价	7	元/月/平方米	假设费率透过换手大幅提升，但仍远低于香港等地
龙头公司物业管理收入	1663	亿元	在达到这一收入水平之后，企业的营收增长将主要收城镇化率提升，费率稳定增长影响，基本同步于国民经济增速
增值服务/基础服务收入	100%		即假设户均物业缴费和户均增值服务收入一致，这在个例上是完全可能的
公司总收入	3326	亿元	基础收入+综合收入
公司综合净利润率	11%		预计为了持续拓宽护城河，维护满意度，综合净利润率将维持在理性水平。但科技赋能，组织创新，也使得这一利润率得以持续
公司净利润	366		

资料来源：中信证券研究部测算

表 2：绿城服务与中奥到家合作的主要条款

条款	具体内容
合资成立公司输出增值服务	共同组建合资生活服务公司（由中奥及绿城分别拥有 30% 及 70% 的权益），绿城将向其注入生活服务产品、科技、服务体系及专业资源，而其将负责中奥生活服务体系的建设及运营，并为中奥的物业服务体系及业务拓展赋能；
分类承接物业订单	就因服务定位及成本结构等原因不符合本公司承接原则的物业服务业务，本公司会优先推荐中奥予以承接；
外包服务合作	在合作协议生效之日起 6 年内，优先考虑由中奥及其关联公司承接绿城的外包业务（包括保洁、保安、维修、电梯维保等服务），服务金额于 2021 年 7 月 1 日起应不低于每年人民币 3 亿元，并于此后每年增加人民币 2 亿元。

资料来源：绿城服务公告，中信证券研究部

表 3：从品牌联盟走向品牌同盟

	管理输出	品牌联盟
形态	一家品牌物业管理公司的管理输出平台，通常是一强多弱的格局。	多家品牌物业管理公司的联盟，通常是强强联合。
增值服务	单项赋能，一般是品牌物业管理公司将其增值服务推广到其他物业管理公司中。	互相赋能，各个品牌物业公司之间互相推广其较为擅长的增值服务。
盈利模式	品牌物业公司收取品牌授权费用，小物业公司获得关联地产企业销售溢价，获得开展增值服务的可能。	品牌物业公司增值服务开展中取长补短，降低在个别弱势增值服务领域上面的成本投入，优势增值服务可以快速扩张，实现规模经济。
潜在风险	联盟的不稳定性	品牌同盟只有重视满意度，价值观契合，股权深度捆绑后的企业中能够实现。

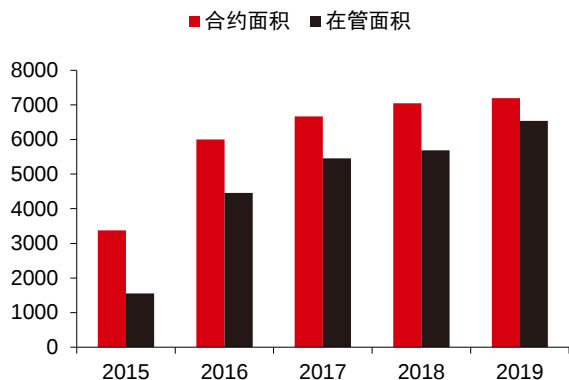
资料来源：中信证券研究部整理

表 4：并购市场历次交易的估值情况表（按净利规模排序） 单位：亿元，万平方米

时间	标的公司	上市公司	上年度营业	上年度净利	在管面积	静态 PE	次年 PE
2019 年 9 月 25 日	中民物业	雅生活服务	31.26	2.00	15400	13.0	12.5
2019 年 5 月 10 日	招商物业	招商积余	31.3	1.50	6,913	20.0	18.8
2019 年 12 月 12 日	新中民物业	雅生活服务	9.57	0.834	3600	-	12.5
2020 年 5 月 7 日	开元物业	融创中国	约 8.1	约 0.73	5500	-	-
2019 年 3 月 28 日	某公建物业	雅生活服务	-	0.38	3000	10.0	-
2018 年 4 月 9 日	南京紫竹物业	雅生活服务	-	0.34	-	11.9	10.7
2019 年 6 月 18 日	青岛雅园	永升生活服务	1.99	0.33	140	25.2	14
2019 年 7 月 10 日	港联不动产服务	碧桂园服务	-	0.33	1347	11.4	-
2020 年 4 月 22 日	乐生活	奥园健康	4.7	0.23	2263	13.4	-
2018 年 7 月 11 日	兰州城关物业	雅生活服务	-	0.22	1700	13.1	9.7
2019 年 1 月 23 日	哈尔滨景阳	雅生活服务	-	0.18	-	10.5	-
2020 年 5 月 7 日	成都诚悦物业	新城悦服务	2.17	0.16	522	10.4	-
2018 年 11 月 16 日	物业资产包	碧桂园服务	-	0.15	-	约 46.9	约 8.5
2019 年 1 月 23 日	青岛华仁物业	雅生活服务	-	0.12	-	12.3	11.2
2019 年 3 月 29 日	嘉兴中力物业	蓝光嘉宝服务	-	0.06	-	12.96	-
2020 年 2 月 27 日	银盛泰物业	永升生活服务	0.92	0.037	-	4.7*	-
估值						14.92	14.32

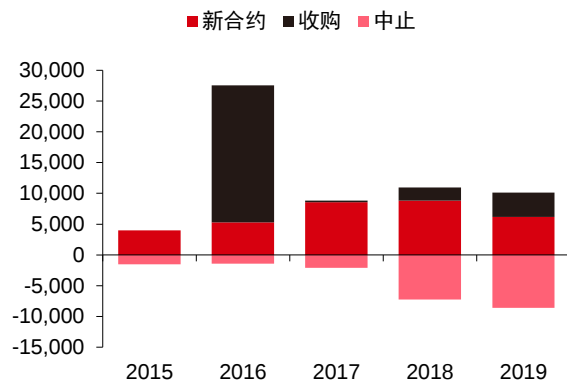
资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：估值中枢剔除开元物业、碧桂园服务资产包、新中民物业案例，次年 PE 来自于业绩承诺；银盛泰物业估值对价低得益于青岛银盛泰与旭辉控股集团的战略合作关系

图 1：中奥到家合约面积及在管面积 单位：万平方米



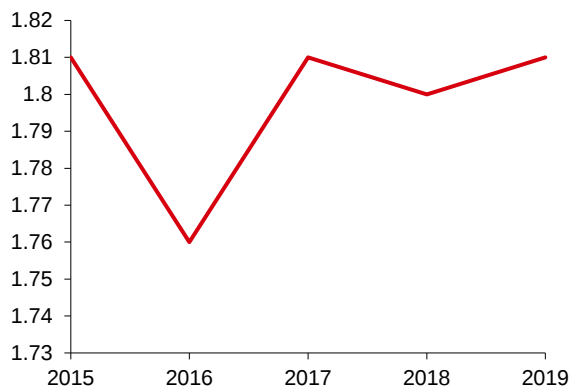
资料来源：中奥到家公告，中信证券研究部

图 2：中奥到家合约面积的变化 单位：千平方米



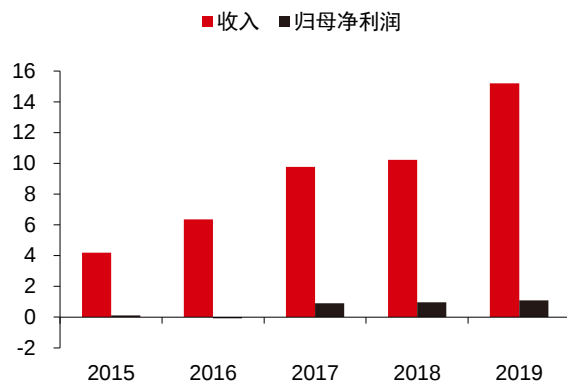
资料来源：中奥到家公告，中信证券研究部

图 3：中奥到家平均物业费 单位：元/平米/月



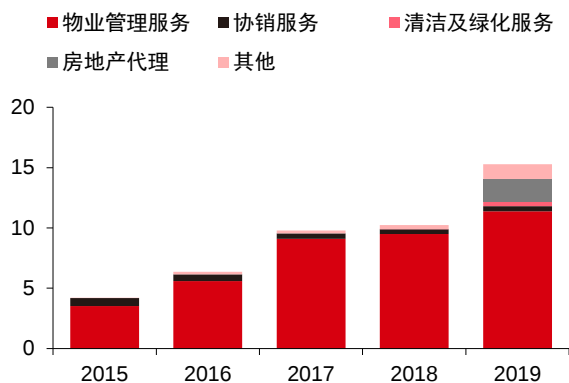
资料来源：中奥到家公告，中信证券研究部

图 4：中奥到家收入及归母净利润 单位：亿元



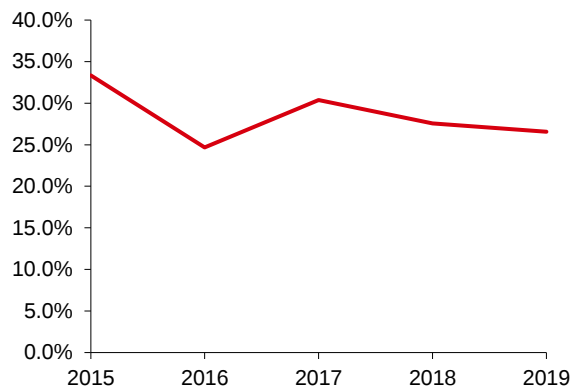
资料来源：中奥到家公告，中信证券研究部

图 5：中奥到家收入分类 单位：亿元



资料来源：中奥到家公告，中信证券研究部

图 6：中奥到家毛利率



资料来源：中奥到家公告，中信证券研究部

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,746	8,664	10,741	13,258	16,212
营业成本	5,512	7,035	8,776	10,806	13,172
毛利率	18.29%	18.80%	18.29%	18.50%	18.75%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	59	151	110	162	216
营业费用率	0.88%	1.74%	1.02%	1.22%	1.33%
管理费用	597	771	952	1,109	1,308
管理费用率	8.85%	8.90%	8.86%	8.37%	8.07%
财务费用	-18	1	-7	-22	-28
财务费用率	-0.27%	0.01%	-0.07%	-0.16%	-0.17%
投资收益	95	0	40	57	76
营业利润	629	643	878	1,187	1,546
营业利润率	9.32%	7.42%	8.18%	8.95%	9.54%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	629	643	878	1,187	1,546
所得税	163	171	220	297	386
所得税率	25.96%	26.56%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	18	5	8	18	17
归属于母公司股东的净利润	483	477	667	908	1,176
净利率	7.16%	5.51%	6.21%	6.85%	7.25%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	629	643	878	1,187	1,546
所得税支出	-163	-171	-220	-297	-386
折旧和摊销	81	81	296	391	486
营运资金的变化	1,178	412	282	301	328
其他经营现金流	-1,068	-46	-47	-79	-104
经营现金流合计	656	919	1,190	1,504	1,870
资本支出	-177	-237	-600	-600	-600
投资收益	95	0	40	57	76
其他投资现金流	-117	-365	-354	-188	-205
投资现金流合计	-199	-602	-915	-731	-728
发行股票	0	0	3,604	0	0
负债变化	1	338	-147	-100	-100
股息支出	-129	-178	-191	-337	-459
其他融资现金流	8	-7	7	22	28
融资现金流合计	-120	153	3,274	-415	-531
现金及现金等价物净增加额	337	470	3,549	358	610

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,329	2,919	6,468	6,825	7,436
存货	291	338	509	735	1,027
应收账款	1,202	1,841	2,246	2,812	3,472
其他流动资产	16	106	142	180	234
流动资产	3,838	5,204	9,365	10,552	12,170
固定资产	372	1,272	1,575	1,784	1,898
长期股权投资	218	207	376	376	376
无形资产	74	327	327	327	327
其他长期资产	842	1,512	1,662	1,812	1,962
非流动资产	1,506	3,317	3,940	4,298	4,562
资产总计	5,344	8,521	13,305	14,851	16,732
短期借款	1	47	0	0	0
应付账款	2,641	3,746	4,678	5,738	7,007
其他流动负债	281	356	283	315	327
流动负债	2,922	4,149	4,960	6,053	7,334
长期借款	0	436	336	236	136
其他长期负债	17	982	982	982	982
非流动性负债	17	1,418	1,318	1,218	1,118
负债合计	2,939	5,567	6,279	7,271	8,452
股本及储备	2,329	2,753	6,833	7,404	8,121
资本公积	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	2,329	2,753	6,833	7,404	8,121
少数股东权益	76	201	193	175	158
股东权益合计	2,405	2,954	7,026	7,579	8,280
负债股东权益总计	5,344	8,521	13,305	14,851	16,732

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	30.75%	28.43%	23.97%	23.44%	22.28%
营业利润增长率	23.61%	2.25%	36.56%	35.11%	30.26%
净利润增长率	24.73%	-1.22%	39.68%	36.18%	29.51%
毛利率	18.29%	18.80%	18.29%	18.50%	18.75%
EBITDA Margin	6.21%	4.46%	6.99%	7.73%	8.04%
净利率	7.16%	5.51%	6.21%	6.85%	7.25%
净资产收益率	20.75%	17.34%	9.76%	12.26%	14.48%
总资产收益率	9.04%	5.60%	5.01%	6.11%	7.03%
资产负债率	55.00%	65.33%	47.19%	48.96%	50.52%
所得税率	25.96%	26.56%	25.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	49.92%	50.54%	50.54%	50.54%	50.54%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。