永升生活服务（1995.HK）/物业管理

第三方拓展过半，聚焦社区增值

评级：买入（首次）

市场价格：11.36（RMB）

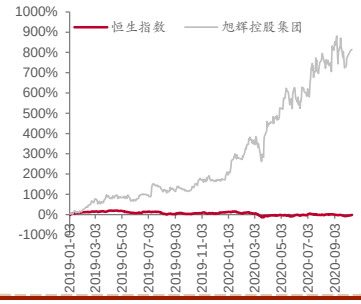
分析师：陈立
执业证书编号：S0740520080008
Email：chenli@r.qlzq.com.cn

研究助理：李垚
Email：liyao@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1670.40
流通股本(百万股)	1670.40
市价(RMB)	11.36
市值(百万 RMB)	18977.41
流通市值(百万 RMB)	18977.41

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万 RMB)	1878.6	2940.4	4421.6	6117.6
增长率(%)	48.3	56.5	50.4	38.4
净利润（百万 RMB）	223.8	383.7	596.5	860.7
增长率(%)	122.7	71.4	55.4	44.3
EPS（RMB 元/股）	0.07	0.23	0.36	0.52
市盈率（P/E)	162.3	49.5	31.8	22.0
市净率（P/B）	16.5	7.1	5.8	4.6

备注：股价使用 2020 年 10 月 19 日收盘价。

投资要点

公司概览：背靠旭辉的高质量物业服务商

上海永升物业管理公司是旭辉集团旗下拥有一级资质且快速成长的物业管理服务商：**1）公司主要拥有三大业务板块：物业管理服务、非业主增值服务及社区增值服务**，涵盖物业管理的整条价值链。**2）近年发展迅速，收入大幅增长：**得益于签约和在管面积的快速扩张，公司 2020 年上半年实现总营业收入 13.51 亿元，同比增加 91%，2015-2019 年营业收入 CAGR 达 54%。**3）股权结构稳定、管理层资历深厚：**公司实际控制人为林氏家族（林中、林伟、林峰），董事会及高管成员均为行业资深人士，主要成员都有超过 15 年以上的从业经验。

业务拆分：第三方拓展成主要签约面积来源，社区增值收入占比持续提升

公司三大主营业务中，物业管理服务是公司收入的主要来源，社区增值服务逐渐崛起，非业主增值服务占比持续下降。**1）物业管理业务：收入支柱，有望实现高增长。**关联方旭辉提供稳定项目资源的同时公司积极拓展第三方项目（第三方拓展已成主要签约面积来源），加之物业费的稳步提升使得物业管理服务业务成为公司占比高、稳定性强的收入来源；此外，公司于 2019 年收购青岛雅园，进一步完善了高端商业布局。**2）社区增值服务：成长快、利润高，占比持续提升。**公司社区增值服务 2015-2019 年营收 CAGR 为 111.15%，同时，毛利率水平维持在 60%左右。此外，该板块业务占总收入比从 2015 年的 7.28%提升至 2020 年 H1 的 19.30%。**3）非业主增值服务：保持增长，占比逐年下降。**非业主的增值服务在 2015-2020H1 年以来逐年增长，收入占总比从 30.2%下降至 20.9%，增值业务结构更加健康合理。

财务分析：收入利润双高增，资产状况良好

1）基础物业为核心，社区增值快速发展：在管面积的持续扩张与增值服务的有力拓展带来收入大幅增长；而利润率的持续提升使得增利大于增收速度。收入结构方面，基础物业服务占主导，社区增值服务占比持续提升。**2）多元发展与费用控制促进毛利率提升：**一方面，公司物业服务水平提升带动了公司收费水平提升，另一方面公司增值服务尤其是社区增值服务占比的提升，带动了整体毛利率的提高。**3）资产状况良好，现金流稳定：**资产端以现金及现金等价物为主；负债端中经营性负债占大多数，几乎无有息债。

投资建议：公司背靠一线房企旭辉控股，是国内口碑优良的品牌物业服务商。从业务拓展来看，基础物业服务中第三方拓展增速高且占比过半，彰显出色的市场化能力；社区增值服务占比持续提升，非业主增值服务占比的下降，印证了公司降低房地产相关业务比例，聚焦永续经营的发展方向。我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 3.84、5.97、8.61 亿元，对应 EPS 分别为 0.23、0.36、0.52 元人民币，对应 PE49.5X、31.8X、22.0X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：第三方项目拓展不及预期，物业管理费提价进度不及预期，社区增值服务发展不及预期。

内容目录

公司概览：背靠旭辉的高质量物业服务商 - 4 -
聚焦物业、非业主及社区增值服务三大板块 - 5 -
近年发展迅速，收入大幅增长 - 6 -
股权结构稳定、管理层资历深厚 - 7 -
业务拆分：第三方拓展成主要签约面积来源，社区增值收入占比持续提升 - 9 -
物业管理业务：收入支柱，有望实现高增长 - 10 -
非业主增值服务：保持增长，占比逐年下降 - 13 -
社区增值服务：成长快、利润高，占比持续提升 - 14 -
财务分析：收入利润双高增，资产状况良好 - 16 -
基础物业为核心，社区增值快速发展 - 16 -
多元发展与费用控制促进毛利率提升 - 16 -
资产状况良好，现金流稳定 - 17 -
盈利预测与估值 - 19 -
投资建议 - 21 -

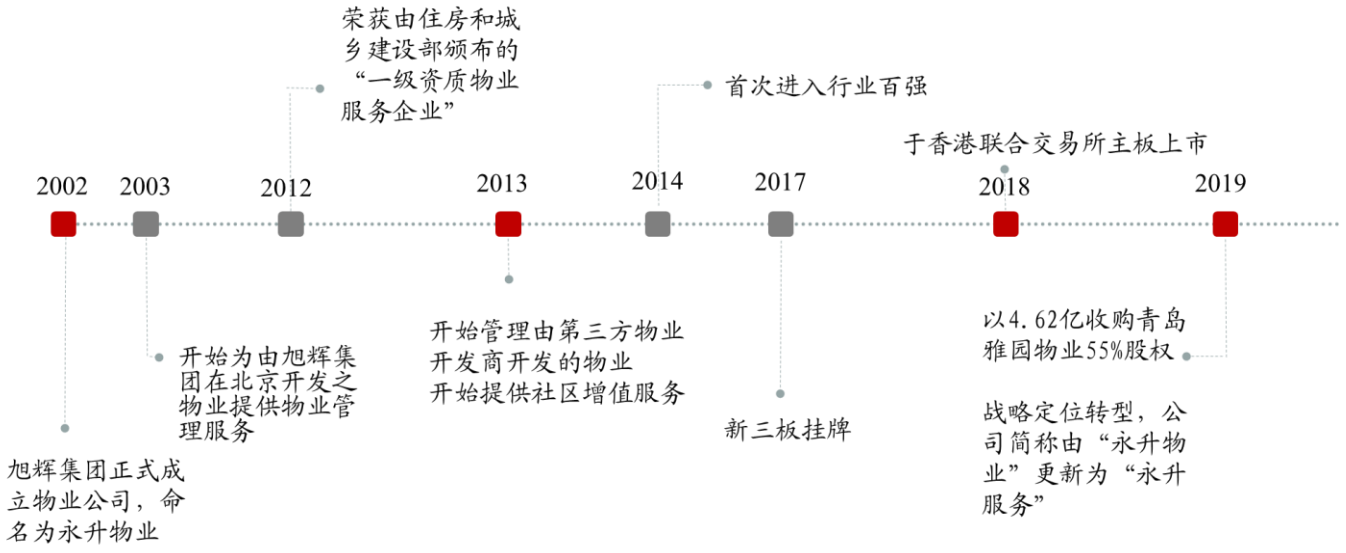
图表 1：公司发展历程 - 4 -
图表 2：永升铂悦管家项目 - 5 -
图表 3：永升悦泽商办项目 - 5 -
图表 4：公司主营业务介绍 - 5 -
图表 5：近年签约面积（万方）及增速 - 6 -
图表 6：近年公司在管面积（万方）及增速 - 6 -
图表 7：近年公司总收入（亿元）及利润（亿元）情况 - 6 -
图表 8：永升生活服务股权架构（截至 2020 年 6 月 30 日） - 7 -
图表 9：公司主要董事与管理层介绍 - 8 -
图表 10：近年公司三大业务板块收入占比 - 9 -
图表 11：近年公司毛利率（%）情况 - 10 -
图表 12：2020 年 H1 部分公司毛利率（%）情况 - 10 -
图表 13：2020 年 H1 公司收入（万元）结构情况 - 10 -
图表 14：近年公司在管物业建筑面积（万方）情况 - 10 -
图表 15：公司在管面积（百万方）情况 - 11 -
图表 16：签约物业总建筑面积（百万方）情况 - 11 -
图表 17：旭辉合同销售面积（万方）情况 - 11 -
图表 18：旭辉合同销售额（亿元）情况 - 11 -
图表 19：公司物业服务费（元/平/月）情况 - 12 -
图表 20：公司在管面积（万方）的业态情况 - 12 -

图表 21：公司基础物业收入（百万元）的业态情况 - 12 -
图表 22：公司主要非业主增值服务内容介绍 - 13 -
图表 23：公司非业主增值服务收入（亿元）及占比 - 13 -
图表 24：2020 年 H1 公司非业主增值服务构成 - 13 -
图表 25：各项非业主服务收入（万元）稳定增长 - 14 -
图表 26：公司规划远期各项业务收入占比情况 - 14 -
图表 27：公司社区增值服务收入（亿元）情况 - 15 -
图表 28：公司不同业务板块毛利率（%）情况 - 15 -
图表 29：2020 年 H1 社区增值服务构成情况 - 15 -
图表 30：各项社区增值服务收入（亿元）稳定增长 - 15 -
图表 31：近年公司收入利润（亿元）及增速情况 - 16 -
图表 32：近年公司总收入构成情况 - 16 -
图表 33：近年公司整体毛利率情况 - 17 -
图表 34：近年公司分业务毛利率情况 - 17 -
图表 35：净利润及净利率 - 17 -
图表 36：ROA 及 ROE - 17 -
图表 37：近年公司现金及现金等价物情况 - 18 -
图表 38：近年公司资产负债率情况 - 18 -
图表 39：基础物业服务在管面积（万方）预测 - 19 -
图表 40：公司收入（百万元）拆分情况 - 20 -
图表 41：可比公司估值表 - 20 -
图表 42：盈利预测表 - 22 -

公司概览：背靠旭辉的高质量物业服务商

■ 上海永升物业管理有限公司，为旭辉集团于 2002 年所成立的物业公司发展而来，是一家拥有一级资质、享有良好声誉且快速成长的物业管理服务商，连续多年获评中国物业管理服务百强企业。2013 年起开始提供社区增值服务和管理第三方物业开发商开发的物业。2017 年 4 月 14 日在新三板挂牌，之后于 2018 年 3 月 9 日摘牌。2018 年 12 月在香港主板上市（股票简称“永升生活服务”，股票代码：01995.HK）。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网、中泰证券研究所

自成立以来，永升服务致力于打造高品质的物业服务品牌，秉承“用心构筑美好生活 ”的企业使命，不断为业主提供“感动人心的服务”。永升服务重视科技对物业服务的提升，运用互联网、移动化、云应用等信息化技术提高效率、降低成本、提高服务品质，从而为客户提供更加便捷、专业、优质的服务，营造“安全、舒适、方便、优雅”的工作和生活空间。公司以客户需求为导向，介入地产价值链的全周期及客户居家生活全场景，建立了几大特色产品，如永升铂悦管家、悦泽商办、悦泽公众、37℃社区、UP 生活等，构建了全程物业服务体系。

图表 2：永升铂悦管家项目

来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 3：永升悦泽商办项目

来源：公司官网、中泰证券研究所

聚焦物业、非业主及社区增值服务三大板块

永升生活服务致力于提供周到全面的专业物业管理服务。**公司主要拥有三大业务板块：物业管理服务、对非业主增值服务及社区增值服务，涵盖物业管理的整条价值链。**同时，在物业形态方面，业务涵盖住宅物业和非住宅物业（如商办、学校和政府楼宇）以及其他优质定制服务。

图表 4：公司主营业务介绍

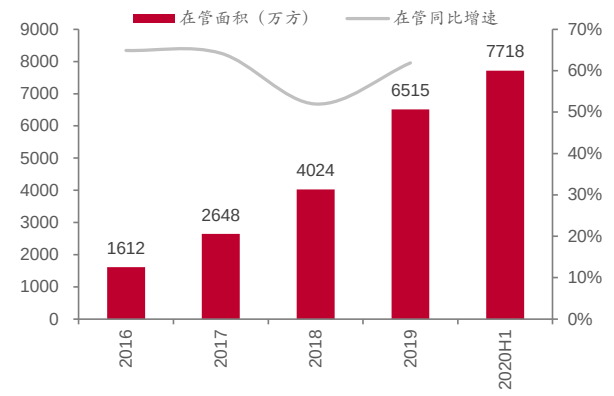
物业管理服务	为物业开发商、业主及住户提供各种不同的物业管理服务，其主要包括清洁、安保、园艺及维修保养服务。
对非业主增值服务	对非业主提供全面的增值服务，包括(1)协销服务；(2)额外定制专项服务；(3)房修服务；(4)交付前检验服务；(5)前期规划及设计咨询服务。
社区增值服务	为业主及住户提升生活体验，并实现其资产的保值和增值服务，包括(1)家居生活服务；(2)停车位管理、租赁及销售服务；(3)物业经纪服务；(4)公用区域增值服务。

来源：公司官网、中泰证券研究所

近年发展迅速，收入大幅增长

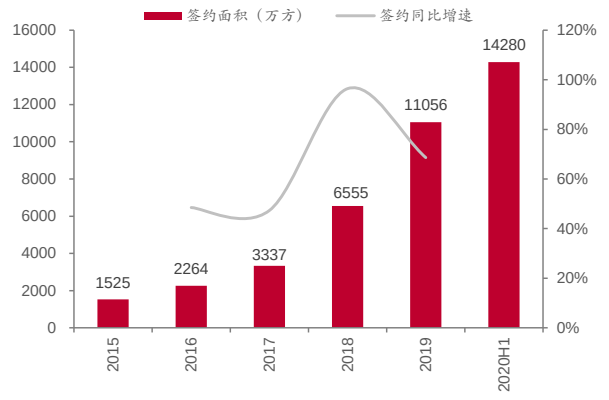
签约及在管面积快速扩张。截至 2020 年 6 月 30 日，公司签约面积达 14280 万方，较 2019 年底增加 29.2%；在管面积 7718 万方，较 2019 年底增加 18.5%。签约面积的增加显著高于在管面积的增加，进一步锁定未来公司的快速成长。

图表 5：近年签约面积（万方）及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

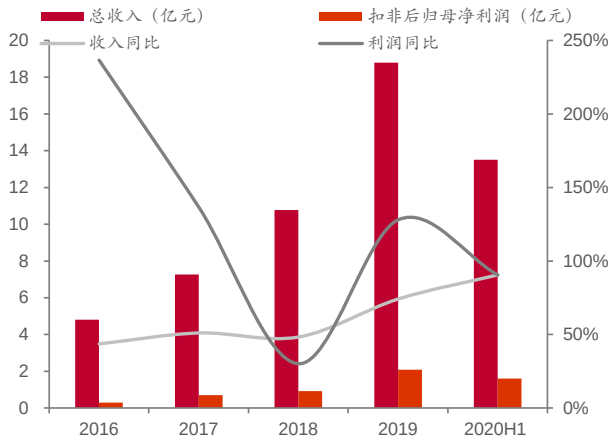
图表 6：近年公司在管面积（万方）及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **收入利润高速增长。**得益于签约和在管面积的快速扩张，**公司** 2020 年上半年实现总营业收入 13.51 亿元，同比增加 91%，2015-2019 年营业收入 CAGR 达 54%；2020 上半年公司实现扣非后归母净利润 1.61 亿元，同比增加 91%，2015-2019 年归母净利润 CAGR 达 120%。

图表 7：近年公司总收入（亿元）及利润（亿元）情况

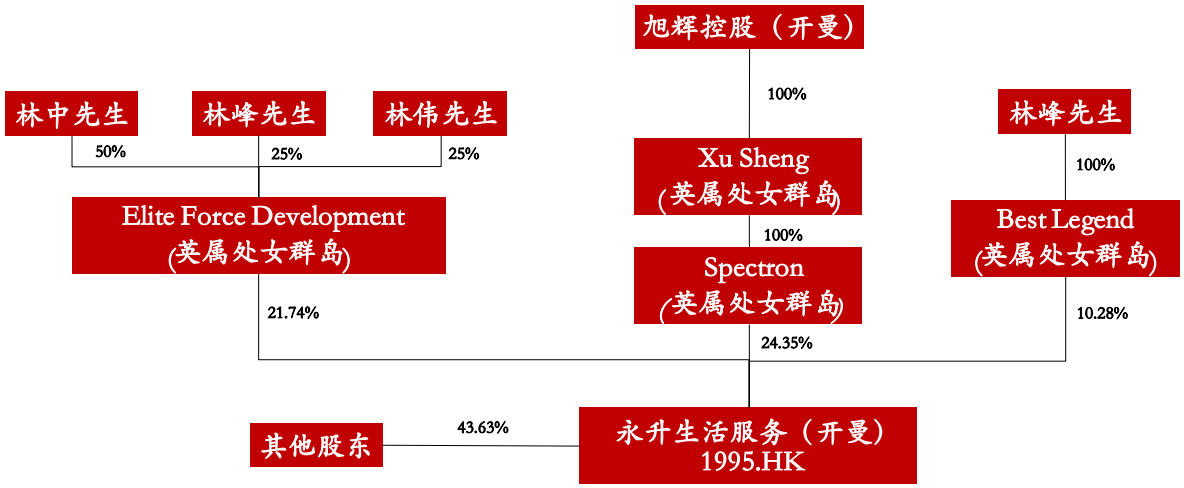


来源：Wind、中泰证券研究所

股权结构稳定、管理层资历深厚

林氏家族控股。公司由旭辉控股集团在 2018 年 12 月于香港主板拆分上市，实际控制人同为林氏家族（林中、林伟、林峰）。

图表 8：永升生活服务股权架构（截至 2020 年 6 月 30 日）



来源：公司公告、中泰证券研究所

旭辉重新并表。2020 年 5 月 29 日，公司发布公告，旭辉向林氏家族收购 5%永升服务股票，交易完成后，旭辉控股对永升的持股比例增至 26.48%，同时林氏家族将持有永升的 23.64%的股票对应的投票表决权，委托予旭辉控股，交易完成后，旭辉控股持有永升服务 50.12%的投票权，形成对永升的重新并表。

管理团队经验丰富。永升生活服务董事会及高管成员均为行业资深人士，主要成员都有超过 15 年以上的从业经验。董事会主席林中先生同时也是旭辉控股创始人；总裁及执行董事周洪斌先生有 20 年从业经验，曾任龙湖物业董事会主席，并于 2014 年 10 月担任中国物业管理协会副会长。

图表 9：公司主要董事与管理层介绍

姓名	职务	简介
林中	董事会主席、执行董事	2018 年 4 月 16 日获委任为董事并于 2018 年 7 月 25 日调任为执行董事及获委任为董事会主席。2000 年 8 月起于旭辉（中国）担任主席及董事会董事，主要负责整体业务规划及业务运营的重大决策。自 2011 年 5 月起于旭辉控股担任执行董事兼董事会主席，主要负责制定公司策略、业务发展及整体管理。
林峰	副主席,非执行董事	2018 年 7 月 25 日获委任为非执行董事及董事会副主席。2016 年 10 月至 2018 年 3 月担任永升物业之董事，并于 2018 年 6 月调任为董事。2001 年 11 月至 2003 年 6 月担任销售总监；2003 年 7 月至 2008 年 11 月担任财务总监；2008 年 11 月担任总裁；自 2011 年 5 月以来，其一直担任旭辉控股的执行董事及行政总裁，负责监督业务运营及整体管理。
周洪斌	总裁、执行董事	2018 年 7 月 25 日获委任为执行董事并自 2017 年 12 月加入永升集团起，担任总裁。1992 年 7 月至 1997 年 7 月，任中煤科工集团重庆设计研究院有限公司任财务部副主任；1997 年 7 月至 2003 年 1 月，任重庆龙湖地产发展有限公司会计主管；2003 年 1 月至 2007 年 8 月，任重庆龙湖地产发展有限公司商业经营管理分公司担任副总经理；2007 年 8 月至 2014 年 12 月，任龙湖物业服务集团有限公司担任公司董事会主席、总经理兼物业管理部门总经理；2015 年 1 月至 2017 年 12 月，任北京千丁互联科技有限公司担任高级副总裁。自 2014 年 10 月起担任中国物业管理协会副会长，自 2014 年 3 月起为中国物业管理协会行业发展研究中心副主任。
梁斌	副总裁	2018 年 9 月 1 日加入本集团起获委任为集团副总裁。2005 年 7 月至 2009 年 5 月，以管理培训生身份加入宝洁（中国）有限公司，后晋升为人力资源经理；2009 年 6 月至 2012 年 9 月，任腾讯科技（深圳）有限公司人力资源高级经理；2012 年 10 月至 2013 年 9 月，任渣打银行（中国）有限公司人力资源助理总监；2013 年 10 月至 2016 年 5 月，任世茂房地产控股有限公司人力资源部总监；2016 年 6 月至 2017 年 6 月，任游族网络股份有限公司之人力资源副总裁；2017 年 7 月至 2018 年 8 月，任旭辉集团担任人力资源总监。
周迪	执行董事	2019 年 5 月 10 日加入本集团出任首席财务官。1999 年 7 月至 2001 年 6 月任职于香港星特浩企业有限公司；2001 年 7 月至 2008 年 2 月，任中英海底系统有限公司高级财务经理；2008 年 2 月到 2016 年 11 月任龙湖集团上海区域首席财务官；2016 年 12 月到 2017 年 7 月，任正荣集团有限公司财务管理中心副总经理；2017 年 8 月至 2019 年 5 月，任旭辉集团股份有限公司财务中心会计管理部总监。

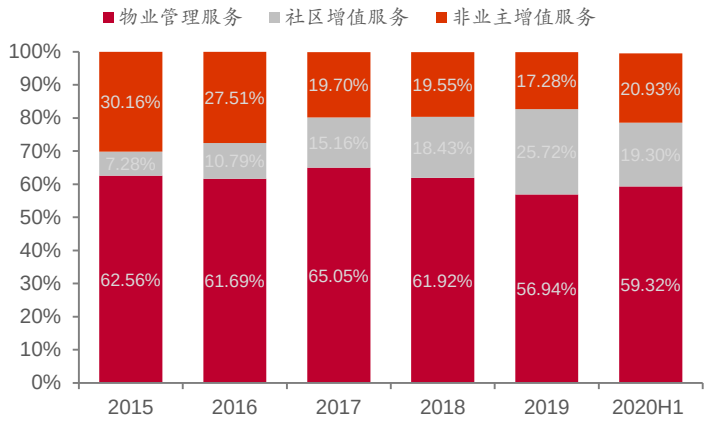
来源：公司公告、中泰证券研究所

业务拆分：第三方拓展成主要签约面积来源，社区增值收入占比持续提升

基础物业服务业务占主导。公司三大主营业务物业管理服务、非业主增值服务、社区增值服务中，物业管理服务是公司收入的主要来源，2015年以来占比在60%左右，并保持相对稳定比例。

社区增值服务崛起，非业主增值服务占比持续下降。社区增值服务占比逐渐提升，从2015年的7.28%提升至2020年H1的19.30%；而非业主增值服务收入占比下降超过一成，由2015年的30.16%下降至2020年H1的20.93%。

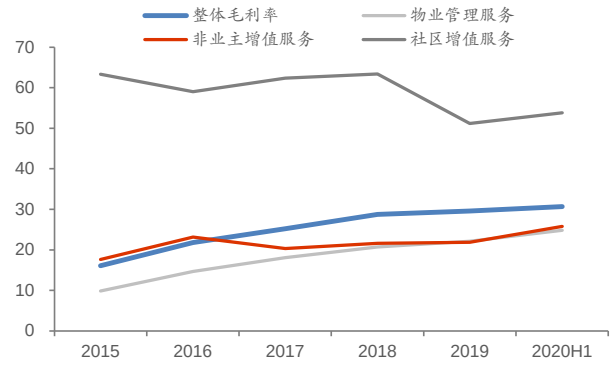
图表10：近年公司三大业务板块收入占比



来源：公司公告、中泰证券研究所

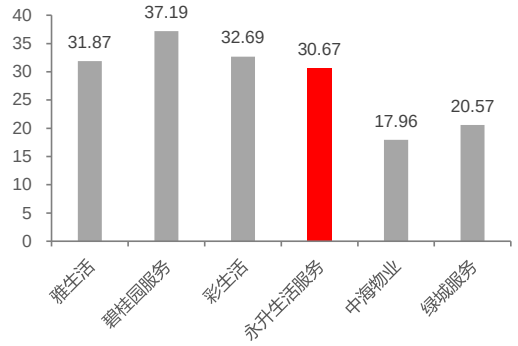
综合毛利率稳步提升。近年来，得益于高毛利率的社区增值服务收入占比提高，以及基础物业服务毛利率逐步上升，公司整体毛利率稳步提升。横向对比，公司毛利率水平业内并不算高，伴随社区增值服务的持续培育，收入占比继续提高，公司综合毛利率依然有上行空间。

图表 11：近年公司毛利率（%）情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 12：2020 年 H1 部分公司毛利率（%）情况



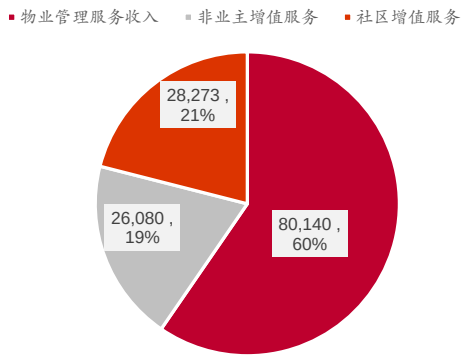
来源：公司公告、中泰证券研究所

物业管理业务：收入支柱，有望实现高增长

物业管理业务是公司收入的主要来源，在公司总收入中保持 60%左右的占比。永升生活服务的物业管理服务主要针对业主、住户和物业开放商，提供包括清洁、安保、园林及保修服务。

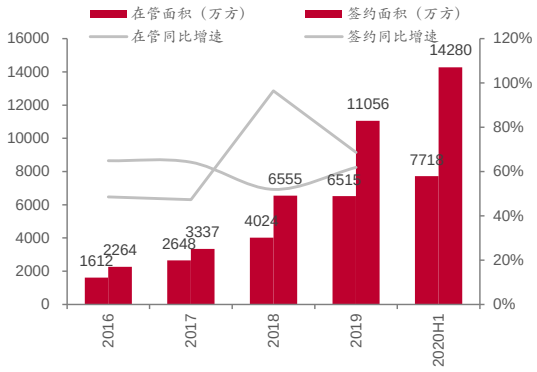
在管面积及签约面积稳步增长。截至 2020H1，公司共订立 788 个物业管理合约，在管项目 497 个，在管面积 7718 万方，较 2019 年末增长 18.5%。合约面积 14280 万方，较 2019 年末增长 29.2%。

图表 13：2020 年 H1 公司收入（万元）结构情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

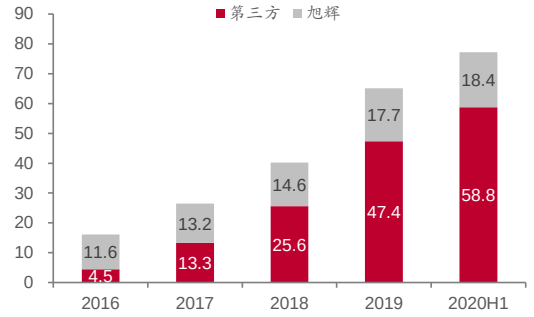
图表 14：近年公司在管物业建筑面积（万方）情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

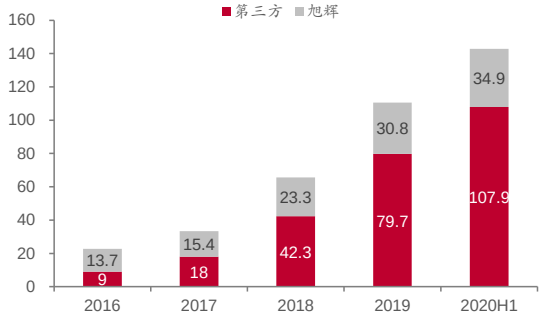
第三方拓展逐渐占据主导地位。公司来自第三方物业开发商的在管面积由 2015 年的 450 万方增长至 2020 年 H1 的 5880 万方，占总在管面积 76.17%。公司来自第三方物业的签约面积由 2015 年的的 900 万方提升至 2019 年 H1 的 10790 万方，占总签约面积 75.56%。第三方拓展的成功体现出公司的在管面积成长已摆脱对母公司的依赖，在未来存量市场竞争中已占据非常有利的位置。

图表 15：公司在管面积（百万方）情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

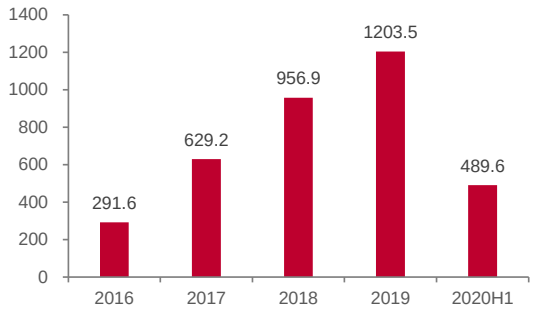
图表 16：签约物业总建筑面积（百万方）情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

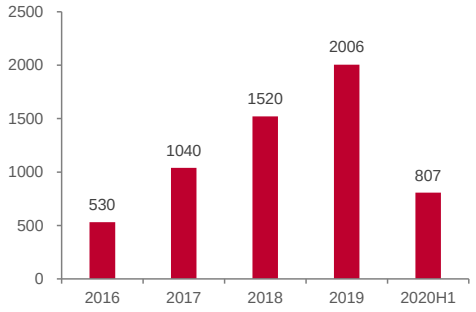
关联方旭辉提供稳定的项目资源。永升生活服务第三方拓展能力较强，同时，母公司的项目支持也不容忽视。2019 年旭辉控股销售面积 1203.5 万方，考虑到公司销售有望继续增长，预计未来项目竣工交付给公司的在管面积也会有稳定的提升。

图表 17：旭辉合同销售面积（万方）情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

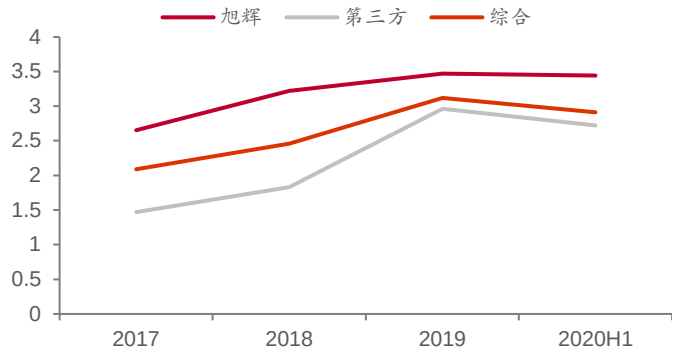
图表 18：旭辉合同销售额（亿元）情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

物业费稳步提升。公司物业服务费主要可分来自旭辉的项目及第三方拓展项目。接收自母公司旭辉的项目由于主要定位一二线房地产开发，单位面积物业费用较高，2020 年 H1 每平每月收费 3.44 元/平/月；接管自第三方的项目物业费较低，但 2017 年以来保持着稳定增长，2020 年 H1，来自第三方项目的单位价格物业费达到 2.72 元/平/月；综合物业费水平截至 2020 年 H1 为 2.91 元/平/月。

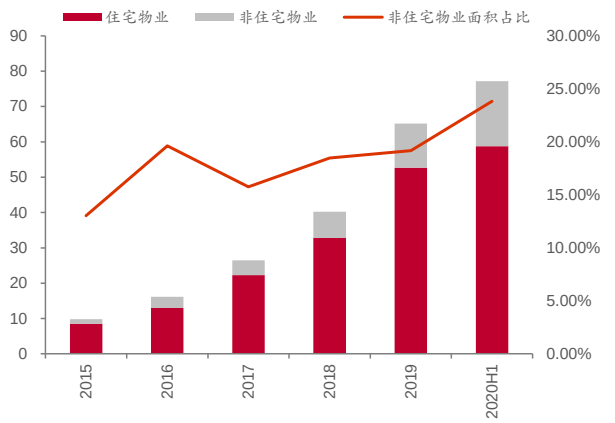
图表 19：公司物业服务费（元/平/月）情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

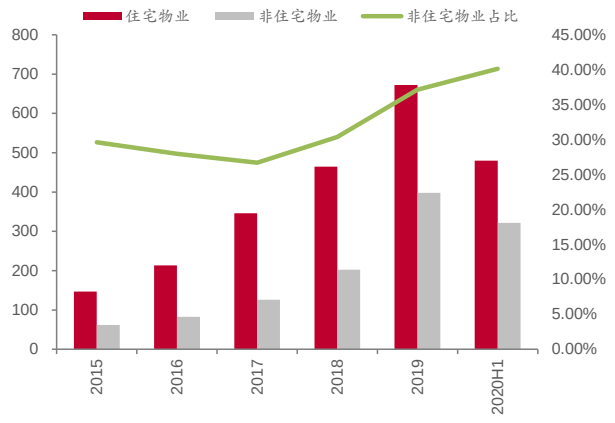
住宅物业依然为主要业态，非住宅物业收入占比持续提高。从业态看，非住宅物业在管面积占比在 2 成左右，且占比在持续上升；从收入端看，非住宅物业收入占比自 2017 年后在持续上升，2020 年 H1 非住宅业态收入占比达到 40.14%，原因是非住宅物业有较高的单价，同时也有更强的提价弹性。

图表 20：公司在管面积（万方）的业态情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 21：公司基础物业收入（百万元）的业态情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **收购青岛雅园，完善高端商业物管布局。**2019 年 6 月，公司以 4.62 亿对价收购青岛雅园 55%的股权，青岛雅园作为中心城市高端商务综合体服务商，能改善永升服务的业务结构，增加公司的商业物业管理比例。同时，目标公司承诺 2019-2022 年业绩分别不少于 6000 万、7000 万、7300 万、7600 万，充分保证公司的股东利益。

非业主增值服务：保持增长，占比逐年下降

非业主增值服务包括向非业主提供包括以展示单元管理为主的协销服务、额外专项定制服务、前期规划及设计咨询服务、房修服务、交付前检验服务。非业主大部分为物业开发商，一小部分为第三方客户、以及公司向其提供外包增值服务的其他物业管理服务商。

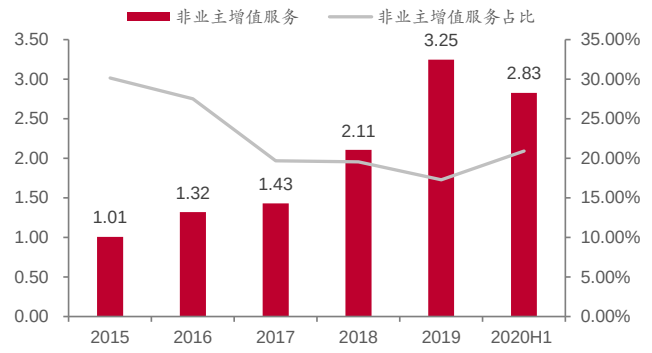
图表 22：公司主要非业主增值服务内容介绍

形式	内容
协销服务	向地产开发商提供与其销售及租赁办公室有关的服务，例如保洁、保安、园艺、展厅维护及访客管理
额外专项定制服务	向地产开发商或其他第三方客户提供保洁、保安、会议及行政支持等定制服务
房修服务	包括为住宅及非住宅物业提供的房屋维修服务
前期规划及设计咨询服务	向地产开发商提供的，对于物业的前期规划及设计咨询服务
交付前检验服务	在交付前进入及检验物业的服务

来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

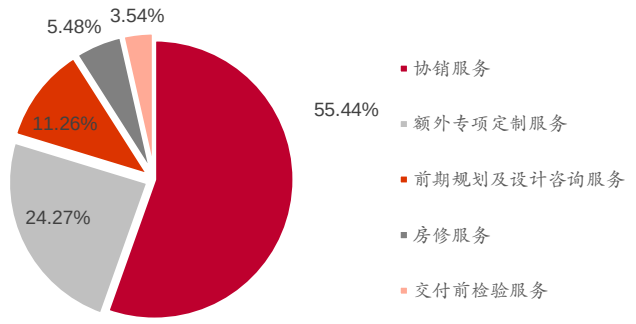
非业主增值服务收入增长稳定，占比有逐年下降趋势。非业主的增值服务在 2015-2020H1 收入分别为 1.01 亿、1.32 亿、1.43 亿、2.11 亿、3.25 亿、2.83 亿；2015 年以来逐年增长，但收入占总比从 2015 年的 30.2% 下降至 2020 年 H1 的 20.9%。

图表 23：公司非业主增值服务收入（亿元）及占比



来源：Wind、中泰证券研究所

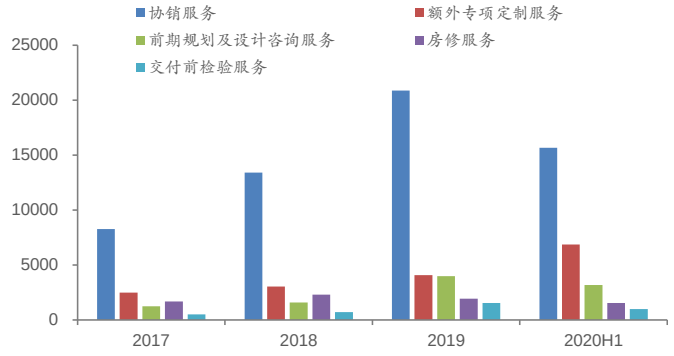
图表 24：2020 年 H1 公司非业主增值服务构成



来源：Wind、中泰证券研究所

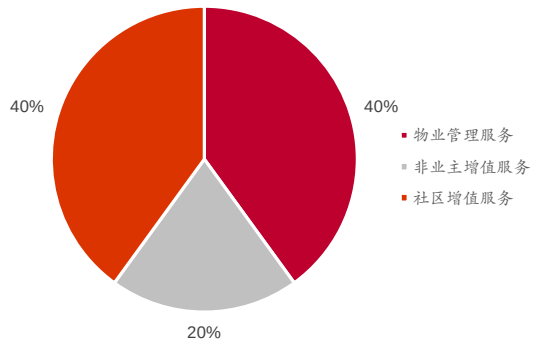
非业主增值服务细分里，2020 年上半占比最大的前三名为协销服务、额外专项定制服务、房修服务，分别占比 55.44%、24.27%、11.26%。

图表 25：各项非业主服务收入（万元）稳定增长



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 26：公司规划远期各项业务收入占比情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

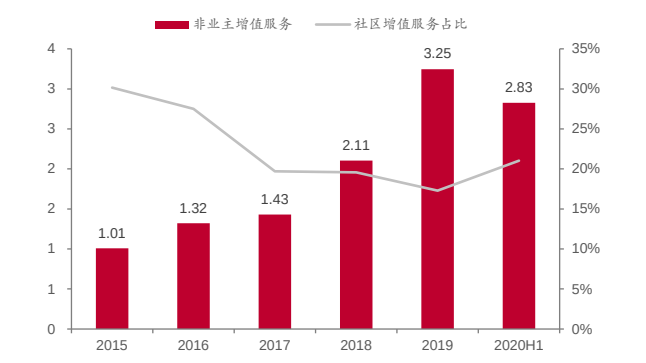
非业主增值服务未来或维持 2 成左右规模占比。非业主增值服务如协销、交付前检验服务、规划及设计咨询服务等，主要来自关联方或第三方开发商，多为围绕新房销售或项目竣工交付相关的服务，景气度与房地产周期关联紧密，用永续经营假设看对新房销售及交付依赖过大，随着未来销售下行，项目交付边际走弱，这部分收入增速下行压力较大。但近几年由房地产项目交付的支持，依然有较为可观的增长。

社区增值服务：成长快、利润高，占比持续提升

社区增值服务主要为公司针对业主及住户提供的、围绕社区生活和客户资产保值增值相关的服务内容，包括：1）家居生活服务，如废物清洁、团购、拎包入住、房修、能源费用和代收代缴服务等；2）停车位管理、租赁和销售服务；3）房屋经纪服务；4）公共区域增值服务。

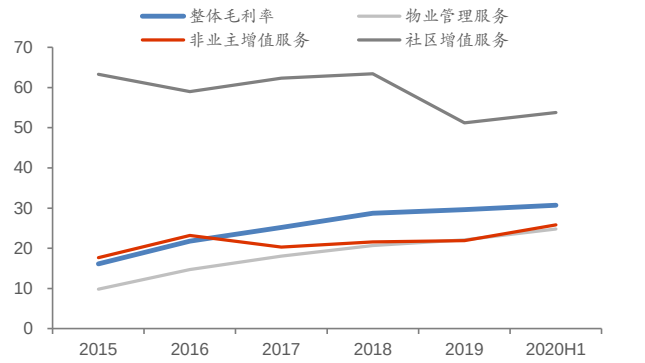
成长快、利润率高：公司社区增值服务增速快， 2015-2019 年营收 CAGR 为 111.15%；同时，毛利率水平维持在 60%左右，为三大业务板块中毛利率最高的板块。

图表 27：公司社区增值服务收入（亿元）情况



来源：Wind、中泰证券研究所

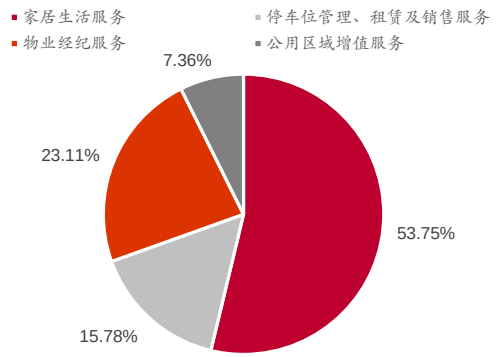
图表 28：公司不同业务板块毛利率（%）情况



来源：Wind、中泰证券研究所

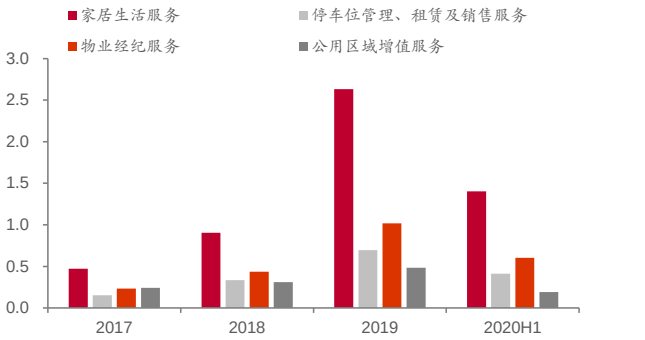
收入占比持续提升：社区增值服务是公司重点发力的业务，该板块业务收入占比从 2015 年的 7.28%提升至 2020 年 H1 的 19.30%，接近 20%。社区增值服务可渗透空间大，业务可拓展范围广，未来社区增值服务占比依然有较大提升空间。

图表 29：2020 年 H1 社区增值服务构成情况



来源：公司公告、Wind、中泰证券研究所

图表 30：各项社区增值服务收入（亿元）稳定增长



来源：公司公告、Wind、中泰证券研究所

从社区增值服务的结构来看，家居生活服务始终占比较高，保持在五成左右，其次为物业经纪业务，公用区域增值服务占比逐年下滑，在 2018 年被停车位管理、租赁及销售服务反超。展望未来，我们认为社区增值服务依托基础物业服务而生，会伴随着基础物业服务的持续拓展与社区服务内容的渗透而提升。

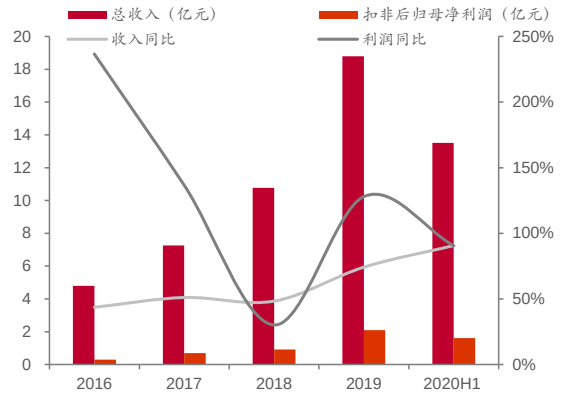
财务分析：收入利润双高增，资产状况良好

基础物业为核心，社区增值快速发展

收入、利润快速增长：2015-2019 年公司收入由 3.34 亿元增长至 18.79 亿元，CAGR 为 54.0%，公司净利润由 2015 年的 0.16 亿元增长至 2019 年的 2.24 亿元，CAGR 为 93.43%。

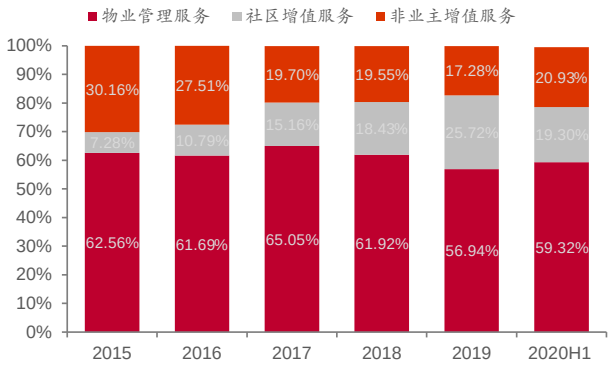
收入大幅增长源于在管面积的持续扩张与增值服务的有力拓展；而增利大于增收的原因是利润率的持续提升。利润率提升的原因有两点，一是基础物业由于物业费提升及规模效应后的成本控制带来该项业务的利润率提升；二是高利润率的增值服务收入占比进一步扩大，拉高了整体毛利率水平。

图表 31：近年公司收入利润（亿元）及增速情况



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 32：近年公司总收入构成情况



来源：Wind、中泰证券研究所

收入结构方面，基础物业服务占主导，社区增值服务占比持续提升。公司基础物业服务收入一直占 6 成左右，变化主要体现在非业主增值服务占比下降，取而代之的是社区增值服务的上升。

我们认为这是一个好的变化，非业主增值服务大多与房地产行业捆绑，而社区增值服务真正意义上脱离了周期属性，更偏向消费属性。为了降低公司业务受房地产行业周期波动影响，我们预计公司或在社区增值服务领域倾注更多资源，开辟新的市场空间。

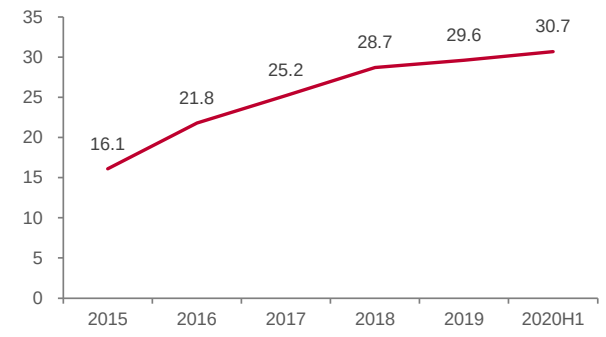
多元发展与费用控制促进毛利率提升

毛利率持续提升。公司毛利率由 2015 年的 16.1%稳步提升至 2020 年 H1 的 29.7%，主要因为公司物业服务水平提升带动公司收费水平提升，同时公司增值服务尤其是社区增值服务占比的提升带动了整体毛利率的提高。

由于物业费有持续提升空间，而且关联方旭辉的项目支持及第三方拓展发展态势良好，这让基础物业服务毛利率短中期内依然有上行

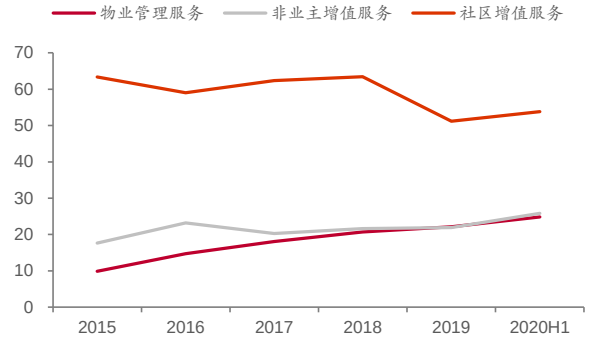
空间；外加高利润率的社区增值服务收入占比持续提升，未来短中期，我们预计公司整体毛利率有望继续上行。

图表 33：近年公司整体毛利率情况



来源：Wind、中泰证券研究所

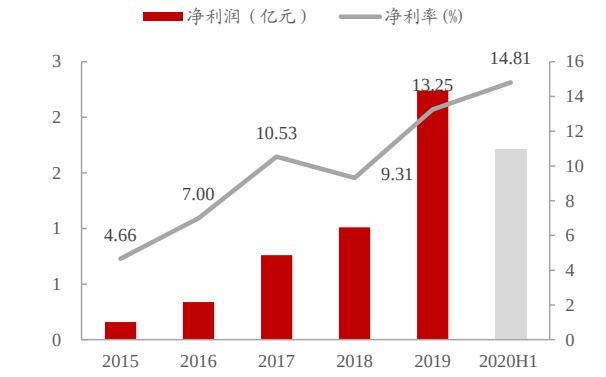
图表 34：近年公司分业务毛利率情况



来源：Wind、中泰证券研究所

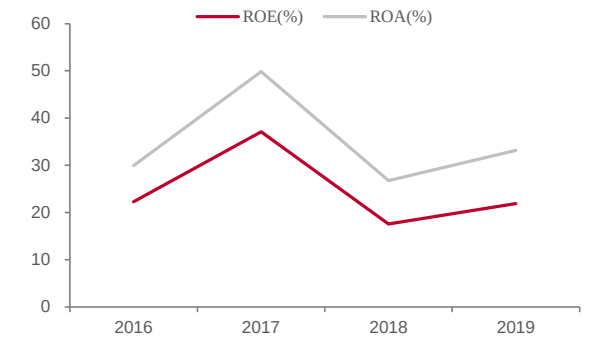
净利润率保持上行，ROE 波动主要由于权益乘数变动。公司近几年来净利润率总体保持上市态势，2018 年有所下行主要因为上市费用及高品质物业服务与科技研发支出；2018 年 ROE 较 2017 年下行因上市增厚股东权益，权益乘数降低，2019 年 ROE 较 2018 年的低位有所回升。

图表 35：净利润及净利率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 36：ROA 及 ROE

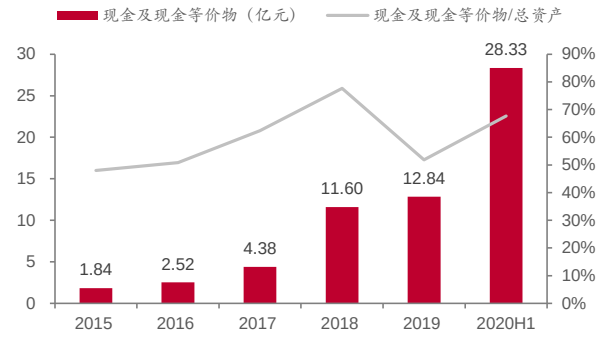


来源：Wind、中泰证券研究所

资产状况良好，现金流稳定

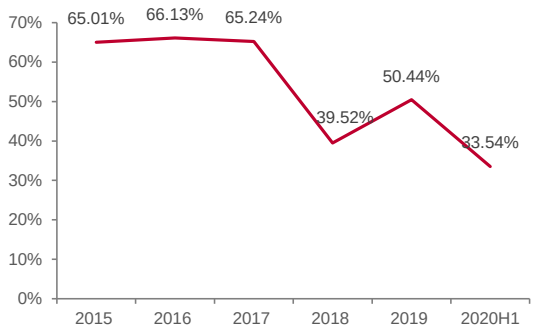
资产端：以现金及现金等价物为主。2015-2019 年现金及等价物占公司总资产为 48.04%、50.81%、62.39%、77.71%、51.82%，良好的盈利能力和健康的营运资本保证公司账面充足的现金。公司于 2020 年 6 月配股净募资 15.64 亿港元，账面现金截至 2020 年中报大幅提升至 28.33 亿。

图表 37：近年公司现金及现金等价物情况



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 38：近年公司资产负债率情况



来源：Wind、中泰证券研究所

负债端：经营性负债占大多数，无有息债。截至 2020H1 公司有流动性负债 13.18 亿元，占公司总负债 93.87%；公司处于净现金状态，无有息借贷。资产负债率保持低位，在 2017 年为 65.24%，随着公司 2018 年上市后权益资产增加，下降至 39.52%，经 2020 年配股后进一步降至 33.54%。

盈利预测与估值

1）**基础物业服务：**我们根据旭辉合同销售及竣工节奏，推测2020-2022年来自旭辉贡献的在管面积增速分别为15%、15%、15%，对应在管面积2036万方、2341万方、2692万方；来自第三方拓展在管面积2020-2022年增速分别为70%、60%、40%，对应在管面积8058万方、12893万方、18050万方。合计对应2020-2022年在管面积10094万方、15234万方、20742万方；按当前物业费水平，预计对应基础物业服务收入16.15亿、24.37亿、33.19亿。

图表39：基础物业服务在管面积（万方）预测

在管面积	2018	2019	2020E	2021E	2022E
来自旭辉	1460	1770	2036	2341	2692
同比增速	10.61%	21.23%	15.00%	15.00%	15.00%
来自第三方	2560	4740	8058	12893	18050
同比增速	92.48%	85.16%	70.00%	60.00%	40.00%
物业管理服务面积	4020	6510	10094	15234	20742
同比增速	51.7%	61.9%	55.0%	50.9%	36.2%

来源：公司公告、中泰证券研究所

2）**社区增值服务：**社区增值服务依托基础物业服务，渗透率也在逐年提升，我们预测2020-2022年社区增值服务增速分别为80%、60%、50%。

3）**非业主增值服务：**主要依托关联方旭辉的销售及项目交付，考虑到旭辉为优质一线房企，且质地优良，销售增速高于行业平均水平；另外公司并未将车位代销等高利润项目纳入其中，未来增长空间较大，我们预测2020-2022年非业主增值服务增速分别为40%、30%、20%。

4）**毛利率及费用：**我们预测公司2020-2022年整体毛利率分别为31.82%、31.97%、32.38%。其中基础物业服务由于成本端较为稳定、且物业费单价有提升空间，新拓展项目费用率较高等原因，预计该部分毛利率较为稳定，2020-2022年分别为21%、21%、21%；社区增值服务收入增幅快，过去4年毛利率稳定在63%左右，2019年得益于家居生活业务大力拓展收入翻倍，但该业务毛利率相对较低，拉低整体板块毛利率至51.2%，2020H1恢复至52.8%，预测2020-2022年分别为56%、55%、54%；公司非业主增值服务毛利率相比行业平均水平偏低，可提升空间高，但考虑到其房地产周期性及与母公司关联性较强，公司不以此为重心，预计2020-2022年该部分毛利率分别为24%、23%、22%。

费用方面，我们预测2020-2022年管理费用率分别为15%、14%、

14%。短期管理及科技投入会增加，但相应也会节省人力成本与耗材，因此我们预计费用增长或得到控制。

图表 40：公司收入（百万元）拆分情况

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
物业管理服务收入	666.85	1069.99	1614.96	2437.38	3318.70
增速	41.20%	60.45%	50.93%	50.93%	36.16%
成本	528.81	833.52	1275.82	1925.53	2621.77
毛利率	20.70%	22%	21%	21%	21%
社区增值服务收入	198.45	483.19	869.74	1391.59	2087.38
增速	80.31%	143.48%	80%	60%	50%
成本	72.63	235.80	382.69	626.21	960.20
毛利率	63.40%	51%	56%	55%	54%
非业主增值服务收入	210.53	324.64	454.50	590.84	709.01
增速	47.23%	54.20%	40%	30%	20%
成本	165.06	240.88	345.42	454.95	553.03
毛利率	21.60%	26%	24%	23%	22%
总收入	1075.83	1877.82	2939.20	4419.81	6115.09
整体毛利率	28.75%	30.23%	31.82%	31.97%	32.38%

来源：Wind、公司公告、中泰证券研究所

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 3.84、5.97、8.61 亿元，对应 EPS 分别为 0.23、0.36、0.52 元。

图表 41：可比公司估值表

		净利润（亿元）			净利润增速		PE	
股票代码	股票名称	2019A	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
001914.SZ	招商积余	2.86	6.09	8.42	112.79%	38.33%	43.45	31.40
002968.SZ	新大正	1.04	1.33	1.71	27.53%	28.40%	47.77	36.37
1995.HK	永升生活服务	2.24	3.75	5.84	67.34%	55.89%	50.68	32.50
6098.HK	碧桂园服务	16.71	24.23	34.24	45.02%	41.33%	47.22	33.50
9909.HK	宝龙商业	1.79	2.97	4.26	66.03%	43.57%	42.40	29.54

来源：Wind、中泰证券研究所　注：股价以 2020 年 10 月 19 日收盘价为准　净利润预测来自 WIND 一致预期

估值角度看，公司和同行相比处在较高的位置，但若把公司的成长性及综合竞争力考虑在内，估值属于合理区间：从市场一致预期的行业内可比公司净利润增速看，公司未来 2 年的预期净利润增速位居前列，有利于消化估值；另外，公司既背靠房地产母公司旭辉，同时外拓能力又强，第三方拓展占比已经占七成，相比同行社区增值服务增长快、收入占比高，公司兼具物业行业优秀公司的特质，各业务线走可持续发展路线的良性扩张（靠提升自身能力进行市场化外拓而不是收并购），综合竞争力出色，享有更高的估值溢价。公司近一年的估值水平跑赢大多数港股上市的物业公司。

上半年，公司营收和归母净利润增速分别为 90.6%和 89.1%，超市场预期，再考虑到公司业绩增速较快，2015-2019 年净利润 CAGR 为 93.43%，在签约面积持续转化、社区增值服务加强渗透、第三方拓展能力领跑行业、母公司旭辉并表后给予全方位支持下，我们预计公司未来三年业绩能维持较高的增速，并跑赢行业，给予公司对应 2021 年 40xPE 估值，对应价格 14.28 人民币，对应 16.47 港币（港币兑人民币汇率：0.8672）。

投资建议

公司背靠一线房企旭辉控股，是国内口碑优良的品牌物业服务商。从业务拓展来看，公司基础物业服务中第三方拓展增速高且占比过半，彰显出色的市场化能力;社区增值服务占比持续提升,非业主增值服务占比的下降，印证了公司降低房地产相关业务比例，聚焦永续经营的发展方向。我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 3.84、5.97、8.61 亿元，对应 EPS 分别为 0.23、0.36、0.52 元人民币,对应 PE49.5X、31.8X、22.0X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示:

1）**第三方项目拓展不及预期:** 公司目前基础物业服务业务第三方拓展占比超过 6 成，第三方拓展涉及到并购，同时规模物管企业对存量资源争夺逐渐激烈，潜在签约面积增速或不及预期。

2）**物业管理费提价进度不及预期:** 大部分地区物业管理依然受到行政管制，若物业管理费长期难以提升，而成本由随市场上市，利润率或受影响下行。

3）**社区增值服务发展不及预期:** 社区增值服务可开展、创新项目较多，但收益大不相同，部分增值项目收益率或难以达到预期。

图表 42：盈利预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,283.64	2,749.97	3,317.07	3,962.65
应收账款	342.01	563.91	969.12	1,676.05
其他	182.28	240.68	329.55	448.27
流动资产合计	1,807.93	3,554.56	4,615.74	6,086.96
权益性投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	62.43	131.50	160.17	208.17
无形资产	531.73	531.73	531.73	531.73
商誉	431.13	431.13	431.13	431.13
其他非流动资产	25.20	67.67	126.92	194.76
非流动资产合计	670.17	630.30	718.21	834.05
资产总计	2,478.10	4,184.86	5,333.96	6,921.02
应付账款	284.59	161.12	363.42	670.42
应交税费	101.70	122.04	146.45	175.74
其他流动负债	800.88	1,066.33	1,362.57	1,701.77
流动负债合计	1,187.17	1,349.49	1,872.44	2,547.93
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	63.00	78.93	108.55	159.43
负债合计	1,250.17	1,428.41	1,980.99	2,707.36
股东权益合计	1,227.93	2,756.44	3,352.96	4,213.66
负债和股东权益总计	2,478.10	4,184.86	5,333.96	6,921.02

现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	223.85	383.74	596.52	860.70
折旧摊销	0.00	0.93	1.33	2.00
营运资金变动	347.30	-144.53	-0.75	-167.12
其它非现金调整	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	175.10	240.15	597.11	695.58
投资活动现金流	-6.00	-10.67	-7.89	-8.19
筹资活动现金流	-82.94	30.25	45.50	54.60
汇率变动影响	17.12	-31.23	16.06	10.65
现金净增加额	103.28	228.51	650.79	752.65

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,878.58	2,940.39	4,421.61	6,117.58
营业成本	1,322.42	2,004.74	3,007.92	4,136.68
管理费用	246.52	441.06	619.03	856.46
财务费用	329.51	-30.25	-45.50	-54.60
利润总额	328.51	524.85	840.17	1,179.04
所得税	79.56	141.11	243.65	318.34
净利润	248.95	383.74	596.52	860.70
归属于母公司净利润	223.85	383.74	596.52	860.70

主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	74.50%	56.52%	50.37%	38.36%
营业利润	131.69%	59.77%	60.08%	40.33%
归属于母公司净利润	122.68%	71.43%	55.45%	44.29%
获利能力				
毛利率	29.61%	31.82%	31.97%	32.38%
净利率	11.92%	13.05%	13.49%	14.07%
ROE	19.50%	14.34%	18.23%	20.82%
偿债能力				
资产负债率	50.45%	34.13%	37.14%	39.12%
流动比率	1.52	2.63	2.47	2.39
速动比率	1.52	2.63	2.47	2.39
营运能力				
应收账款周转率	7.45	6.49	5.77	4.63
总资产周转率	0.95	0.88	0.93	1.00
每股指标（元）				
每股收益	0.07	0.23	0.36	0.52
每股经营现金流	0.10	0.14	0.36	0.42
市盈率（P/E）	162.30	49.45	31.81	22.05
市净率（P/B）	16.53	7.09	5.80	4.59

来源：Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

分析师承诺:

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
2、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，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。